全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



PEARSON

人的大脑思维和情绪非常复杂，仅用一些简单的词语来描述影响人们投资决策的心理因素是远远不够的。本书是最早开始对投资心理学这一课题进行深入调查和研究的成果之一

投资心理学

The Psychology of Investing 5th Edition

（原书第5版）

华章经典·金融投资

JOHN R. NOFSINGER

〔美〕约翰 R. 诺夫辛格 著
磊 译

John R. Nofsinger



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开



投资心理学

The Psychology of Investing 5th Edition

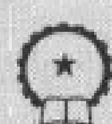
（原书第5版）

华章经典·金融投资

JOHN R. NOFSINGER

〔美〕约翰 R. 诺夫辛格 著

郑磊 译


机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户
www.55188.com 理想藏书55188

图书在版编目（CIP）数据

投资心理学（原书第5版）/（美）诺夫辛格（Nofsinger, J. R.）著；郑磊译．—北京：机械工业出版社，2013.8
书名原文：The Psychology of Investing

ISBN 978-7-111-43501-3

Ⅰ．投…　Ⅱ．①诺…　②郑…　Ⅲ．投资－经济心理学　Ⅳ．F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2013）第171193号

版权所有·侵权必究
封底无防伪标均为盗版
本书法律顾问　北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2013-1644

Authorized translation from the English language edition, entitled Psychology of Investing, 5E, by Nofsinger, John R., published by Pearson Education, Inc., Copyright © 2014.

All rights reserved. No Part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage retrieval system, without permission from Pearson Education, Inc.

Chinese Simplified language edition published by Pearson Education Asia LTD., and China Machine Press Copyright © 2013.

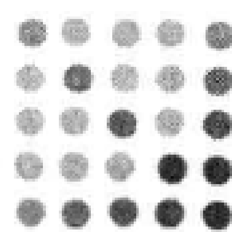
本书中文简体字版由 Pearson Education（培生教育出版集团）授权机械工业出版社在中华人民共和国境内（不包括中国台湾地区和中国香港、澳门特别行政区）独家出版发行。未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 Pearson Education（培生教育出版集团）激光防伪标签，无标签者不得销售。

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号　邮政编码　100037）
责任编辑：洪海山　　版式设计：刘永青
北京市荣盛彩色印刷有限公司印刷
2013年8月第1版第1次印刷
170mm×242mm・12.25印张
标准书号：ISBN 978-7-111-43501-3
定　价：49.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：（010）68995261　88361066　　投稿热线：（010）88379007
购书热线：（010）68326294　88379649　68995259　　读者信箱：hzjg@hzbook.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



推荐序
Foreword

股市风云变幻，无论你是新手入市还是精明老练，无论你是过度自信还是谨慎保守，投资行为都会不可避免地融入主观信念、行为偏差以及投资情绪，这将系统而持续地影响你的决策与判断。行为金融学早已提供充分的证据表明，心理效应对投资行为的影响非常显著，并远远大于根据所谓基于理性投资者的金融理论进行的预测。正如耶鲁大学著名行为金融学家罗伯特·希勒（Robert Shiller）对 2007 年次贷危机的评价："类似于历次泡沫，次贷危机本质上是心理因素所致……危机源于对相当明显的风险进行了错误的预测。"可以看到，数百年来，即便人类一代又一代地经历了股市涨跌与经济起伏，但直到今天，我们依然难以在投资中把握和掌控那些在内心支配着我们的情绪与偏见。

中国股票市场成立这二十多年以来，我所经历与体会到的情况往往是：狂热的市场吸引了各类怀揣发财梦想的主体蜂拥而入，然后充斥投机的牛市在持续 2~3 年之后戛然而止，绝大多数投资者难以在这一次又一次类似的游戏中全身而退。而更让人可惜的是，不断下跌的市场让投资者惶惑不安，于是理性的判断进一步丧失。标准的金融理论虽然完美，但是大多数金融决策模型都难以反映我们在真实市场中所观测到的人类行为。这本出自著名行为金融学家的《投资心理学》刚好填补了这一空缺，该书深入浅出地分析了实际影响决策过程的心理因素，并运用最新的心理学研究来帮助我们理解那些影响股票选择、金融服务和公司财务决策的人类行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在今日的资本市场中，无论是金融从业人员还是投资者，都需要了解并领会行为金融（心理学在金融行为中的应用）以避免因人类错误而导致的许多投资陷阱。通过丰富多彩并且通常是富有幽默感的真实世界的例子，本书指出了货币经理、证券分析师、投资银行家和公司领袖所犯的常见错误，使读者能够对自己以及员工、资产管理者和咨询师的金融决策提供有价值的洞见。

本书基于行为金融学理论，针对各种投资心理进行分析，让投资者可以更好地了解这些心理偏差，战胜它们，并帮助投资者顺利找出绩优公司，在狂热或低迷的市场中做到处变不惊，从而获得更多的财富。在金融行业，忽略投资的心理因素会带来非常危险的后果，本书为今天的投资者诠释了投资中的心理学。这将帮助投资者在决策中认知、避免偏差和错误，并修正和改善总体投资策略。

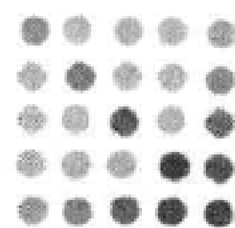
整体上来说，本书先对心理学与金融、传统金融学与行为金融学进行了系统阐述，然后基于行为金融学具体分析各种投资心理，再到投资心理与投资决策的分析研究，最后针对次贷危机研究了心理在次贷危机中造成的影响。尤其需要指出的是，本书中每章的结构相当类似，这也增强了易读性并降低了搜寻成本：首先是用日常行为事例（如驾车出行中所进行的判断）对心理偏差进行描述，然后分析该偏差对投资决策的影响，最后引用学术研究成果说明投资者确实存在这样的问题。这种模式有利于投资者更好地对自己的心理偏差进行分析、解读，从而战胜自我，跑赢市场。

本书的语言通俗易懂，翻译流畅，译者郑磊博士作为从业经验丰富的投资银行家，也是认真严谨的经济学者，一直致力于行为金融的实证和理论相结合的研究。相信无论对于业内行家还是初出茅庐的新手，阅读本书都将大有裨益。投资者只要把握自己的投资心理，就能够制定出更为有效的投资策略，在资本市场上稳健前行或自由驰骋！

孔东民

2013年4月于喻家山

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



译者序
Foreword

人类的任何行为都有社会和个人的心理背景，金融活动也不例外。在国内，提到金融，一般指的是宏观金融，如货币、银行、国际金融等。而在欧美，往往指的是公司金融、个人的金融行为等。而心理学、对于大脑和神经的研究与微观金融的结合，形成了一个崭新而趣味横生的交叉学科领域——行为金融学。这是一个快速发展并越来越引起关注的领域，对于投资而言，我们看到的市场表现的背后，操盘的都是一个个有血有肉、有情感的人，他们可能是你，是我，是他，既有个人投资者，也可能是专业的投资经理。即便是后者，虽然受到机构制度的限制，那些实际决策者仍然是个人。正是一个个独立的个人参与者的投资判断和操作，汇成了市场的交响乐。每个参与者都有份，既重要又并非不可或缺，而人与人之间、人与媒体或媒介之间，人与市场之间，都存在着错综复杂的动态的相互影响。

作为经济活动的微观金融行为，必然离不开人的心理活动，而大家都承认，世上人心最难测。从实践意义上看，如果你了解了投资者的心理共性特征，就有可能预测他在特定市场条件下的行为表现。在此基础上，你也应该知道自身会碰到的心理陷阱有哪些，从而有意识地加以避免和防范。本书告诉读者，这些可以预期的投资者心理特征是怎样的，有哪些研究成果支持了这些结论。本书是行为金融领域的权威著作，作为译者我很高兴向大家隆重推荐这本书。作者是著名行为金融学家约翰·诺夫辛格教授，每隔两三年就会修订再版，本书依据的是最新的原书第 5 版。作者不是简单地列举了投资者的心理偏差，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

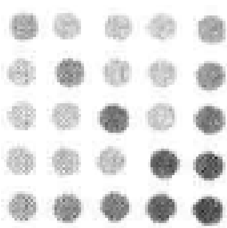
而是从这些心理偏差对投资决策的影响角度进行分门别类的深入分析，具体解剖各种投资心理，特别是股市参与者的投资心理。

阅读这本书，深入了解投资者的心理偏好，目的是知己知彼，战胜自我，跑赢市场。作为行为金融学的研究者和专业投资银行从业人士，我认可基于基本面分析的价值投资，也同意技术分析派在特定条件下是有效的，但我认为，若想在瞬息万变的二级市场上站稳脚跟，重要的不是投资对象的基本面变化在驱动市场，而是市场参与者的心理和由此导致的行为，形成了波谲云诡的市场表现。指数曲线、股价平均线、K 线、MACD 等技术分析对象，是资金运动的轨迹，本质上是聚合了许许多多投资者心理活动的外在表象。当然，影响人的心理和情绪的外在因素很多，这方面的研究还在不断深化，但这个方向是正确的。找到影响投资者心理的主要因素，判断其中哪些是在当前市场最显著的因素，就能基本了解市场的变化趋势。同时，明白人性的弱点所在，努力避免自己犯同样的错误，这是跑赢市场的必要条件。

投资市场上每天都在进行博弈对决，胜利者是那些比别人做得更好的人。在别人不懂得自身的弱点而犯错时，如果你知道这一点，并且能克服自己，做正确的事，就能战胜大多数人，从而跑赢市场。达到这个境界是不容易的，但是至少你应该朝着这个方向去努力。知人者智，胜已者强，希望广大读者朋友和投资市场的搏击者都能从中有所收获。是为序。

郑　磊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前　言
Preface

有一则古老的华尔街格言说的是：市场被两个因素驱动——恐惧和贪婪。很多人会说，贪婪在 20 世纪 90 年代高科技泡沫期间主导了市场，而在最近一次金融危机中，则是恐惧情绪控制了人们的行为。尽管这话说得没错，但这种界定未免过于简单化了。人类的头脑和情感如此复杂，仅用恐惧和贪婪情绪来解释人们在决策中所受到的影响，显然是不够的。本书是最早探索这一重要且引人入胜的主题的行为金融学著作之一。

由于传统金融学主要关注于开发供投资者优化期望回报和风险的工具，所以讨论（心理对投资决策影响）这一主题的图书较为少见。传统金融学领域硕果累累，包含诸如资产定价模型、投资组合理论和期权定价等方法。尽管投资者应该在其投资决策过程中使用这些工具，但他们通常没有这样做，原因就在于心理效应对投资决策的影响要远大于财务理论。不幸的是，心理偏差会影响投资者作出正确的决定。通过了解这些心理偏差，你可以战胜它们，获得更多的财富。

你会留意到，本书大多数章节在结构上是相似的。首先是用日常行为事例（如驾驶一辆轿车）对心理偏差作出描述，然后分析该偏差对投资决策的影响，最后是引用学术研究成果说明投资者确实存在这样的问题。我们对投资者心理学的认识正在不断深化。本书第 5 版增加了一个新章节，描述了心理学在抵押贷款领域和金融危机爆发所起的作用。每一章都补充了新的证据和观点，而且增加了小结和讨论题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书的内容并非是要取代传统金融中的投资理论，了解心理偏差是对传统金融方法的一种补充。实际上，在读完本书之后，你会认识到传统金融工具的价值。

新增的内容

- 第 1 章　更新了图表，增加了对金融危机的讨论。
- 第 2 章　增加了一个小节“是谁过度自信”。
- 第 3 章　增加了两个小节“参考点调整”“买回之前卖出的股票”，还增加了对共同基金处置效应的讨论。
- 第 4 章　增加了一个小节“浑然天成还是后天培养”。
- 第 5 章　增加了一个小节讨论“发薪日贷款”的框架效应；增加了关于 IQ 与投资的讨论；增加了关于极端逆反的讲解和讨论。
- 第 6 章　增加了小结。
- 第 7 章　增加了一个小节“风险偏好的驻留”；增加了对有条件 $1/n$ 启发式推断法的讨论。
- 第 8 章　增加了一个小节讨论“本土偏好对市场的影响”，增加了新图表；增加了对持有公用股票的讨论；增加了对追求投资者回报的讨论。
- 第 9 章　增加一个小节“语言”及其影响；增加了对新闻的讨论。
- 第 10 章　增加了对情绪在证券定价中的影响的讨论，特别是斋月投资回报和全美橄榄球联赛投资回报。
- 第 11 章　增加了一个小节讨论是否需要投资顾问。
- 第 12 章　新章节，描述心理学在抵押贷款领域和金融危机爆发所起的作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐阅读

序号	书号	书名	作者	定价
1	30250	江恩华尔街45年（珍藏版）	（美）威廉 D. 江恩	36.00
2	30248	如何从商品期货贸易中获利（珍藏版）	（美）威廉 D. 江恩	58.00
3	30247	漫步华尔街（原书第9版）（珍藏版）	（美）伯顿 G. 马尔基尔	48.00
4	30244	股市晴雨表（珍藏版）	（美）威廉・彼得・汉密尔顿	38.00
5	30251	以交易为生（珍藏版）	（美） 亚历山大・埃尔德	36.00
6	30246	专业投机原理（珍藏版）	（美）维克・托斯波朗迪	68.00
7	30242	与天为敌：风险探索传奇（珍藏版）	（美）彼得 L. 伯恩斯坦	45.00
8	30243	投机与骗局（珍藏版）	（美）马丁 S. 弗里德森	36.00
9	30245	客户的游艇在哪里（珍藏版）	（美）小弗雷德・施韦德	25.00
10	30249	彼得・林奇的成功投资（珍藏版）	（美）彼得・林奇	38.00
11	30252	战胜华尔街（珍藏版）	（美）彼得・林奇	48.00
12	30604	投资新革命（珍藏版）	（美）彼得 L. 伯恩斯坦	36.00
13	30632	投资者的未来（珍藏版）	（美）杰里米 J.西格尔	42.00
14	30633	超级金钱（珍藏版）	（美）亚当・史密斯	36.00
15	30630	华尔街50年（珍藏版）	（美）亨利・克卢斯	38.00
16	30631	短线交易秘诀（珍藏版）	（美）拉里・威廉斯	38.00
17	30629	股市心理博弈（原书第2版）（珍藏版）	（美）约翰・迈吉	58.00
18	30835	赢得输家的游戏（原书第5版）	（美）查尔斯 D. 埃利斯	36.00
19	30978	恐慌与机会	（美）史蒂芬・韦恩斯	36.00
20	30606	股市趋势技术分析（原书第9版）（珍藏版）	（美）罗伯特 D. 爱德华兹	78.00
21	31016	艾略特波浪理论:市场行为的关键（珍藏版）	（美）小罗伯特 R. 普莱切特	38.00
22	31377	解读华尔街（原书第5版）	（美） 杰弗里 B. 利特尔	48.00
23	30635	蜡烛图方法：从入门到精通（珍藏版）	（美）史蒂芬 W. 比加洛	32.00
24	29194	期权投资策略（原书第4版）	（美）劳伦斯 G. 麦克米伦	128.00
25	30628	通向财务自由之路（珍藏版）	（美） 范 K. 撒普	48.00
26	32473	向最伟大的股票作手学习	（美）约翰・波伊克	36.00
27	32872	向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资	（美） 劳伦斯 A. 坎宁安	38.00

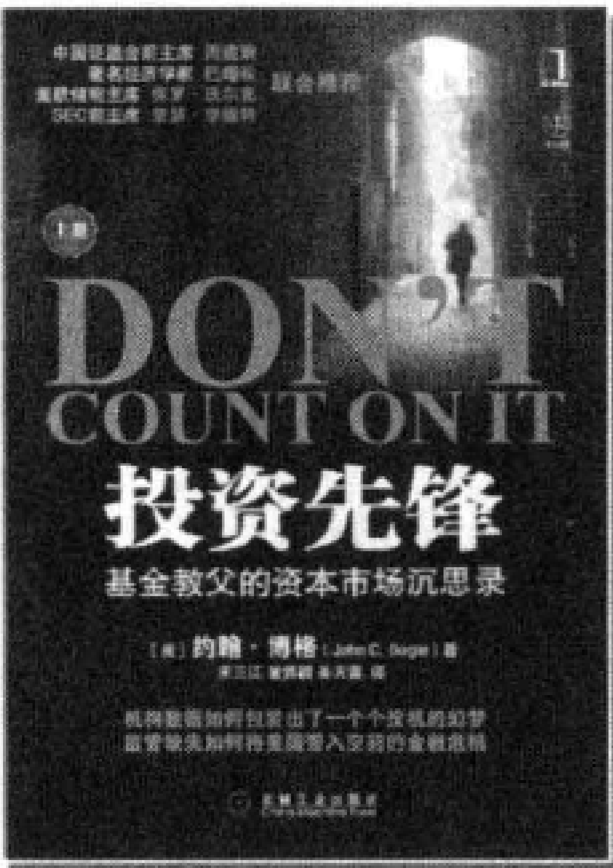
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐阅读

序号	书号	书名	作者	定价
28	33175	艾略特名著集（珍藏版）	（美）小罗伯特 R. 普莱切特	32.00
29	35212	技术分析（原书第4版）	（美）马丁 J. 普林格	65.00
30	28405	彼得·林奇教你理财	（美）彼得·林奇	36.00
31	29374	笑傲股市（原书第4版）	（美）威廉·欧奈尔	58.00
32	30024	安东尼·波顿的成功投资	（英）安东尼·波顿	28.00
33	35411	日本蜡烛图技术新解	（美）史蒂夫·尼森	38.00
34	35651	麦克米伦谈期权（珍藏版）	（美）劳伦斯 G. 麦克米伦	80.00
35	35883	股市长线法宝（原书第4版）（珍藏版）	（美）杰里米·西格尔	48.00
36	37812	漫步华尔街（原书第10版）	（美）伯顿 G. 马尔基尔	56.00
37	38436	约翰·聂夫的成功投资（珍藏版）	（美）约翰·聂夫	39.00
38	38520	经典技术分析（上册）	（美）小查尔斯 D. 柯克帕特里克	69.00
39	38519	经典技术分析（下册）	（美）小查尔斯 D. 柯克帕特里克	69.00
40	38433	在股市大崩溃前抛出的人：巴鲁克自传（珍藏版）	（美）马克·鲁宾斯坦	56.00
41	38839	投资思想史	（美）伯纳德·巴鲁克	59.00
42	41880	超级强势股：如何投资小盘价值成长股	（美）肯尼思 L. 费雪	39.00
43	39516	股市获利倍增术（珍藏版）	（美）杰森·凯利	39.00
44	40302	投资交易心理分析	（美）布雷特 N. 斯蒂恩博格	59.00
45	40430	短线交易秘诀（原书第2版）	（美）拉里·威廉斯	49.00
46	41001	有效资产管理	（美） 威廉 J. 伯恩斯坦	39.00
47	38073	股票大作手利弗莫尔回忆录	（美）埃德温·勒菲弗	39.80
48	38542	股票大作手利弗莫尔谈如何操盘	（美）杰西 L. 利弗莫尔	25.00
49	41474	逆向投资策略	（美）大卫·德雷曼	59.00
50	42022	外汇交易的10堂必修课	（美）贾里德 F. 马丁内斯	39.00
51	41935	对冲基金奇才：常胜交易员的秘籍	（美）杰克·施瓦格	80.00
	13303	巴菲特致股东的信	（美）沃伦·巴菲特	38.00
	27497	主动型指数投资	（美）史蒂芬 A. 斯科恩菲尔德	78.00
	35213	技术分析（原书第4版）习题集	（美）马丁 J. 普林格	29.00

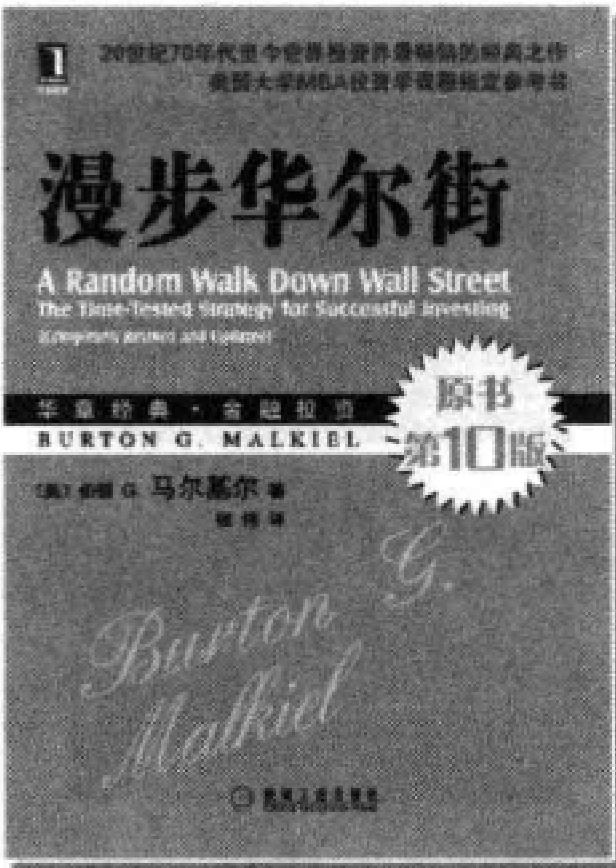
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融思想名家



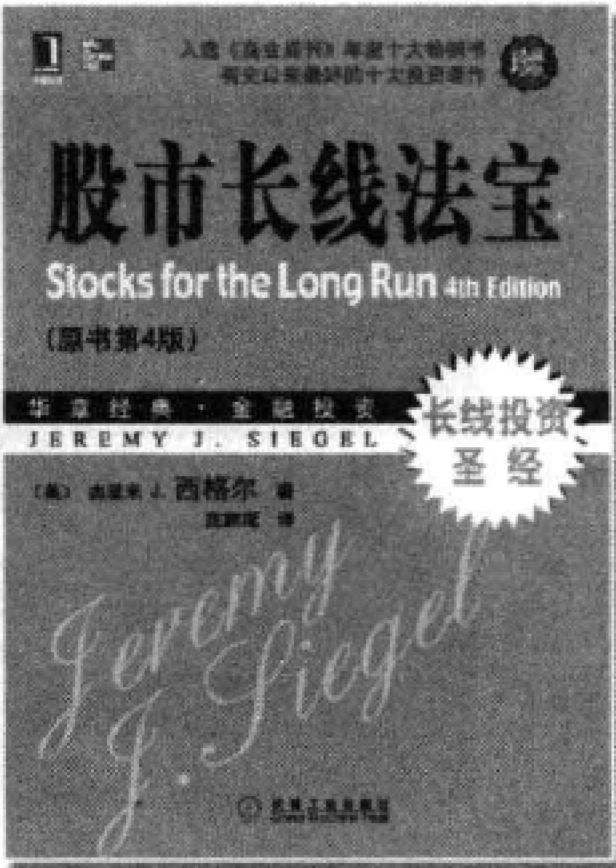
作者：约翰·博格
ISBN:978-7-111-38117
定价：108.00元（上下册）

先锋基金创始人，指数基金创始人，投资的良知



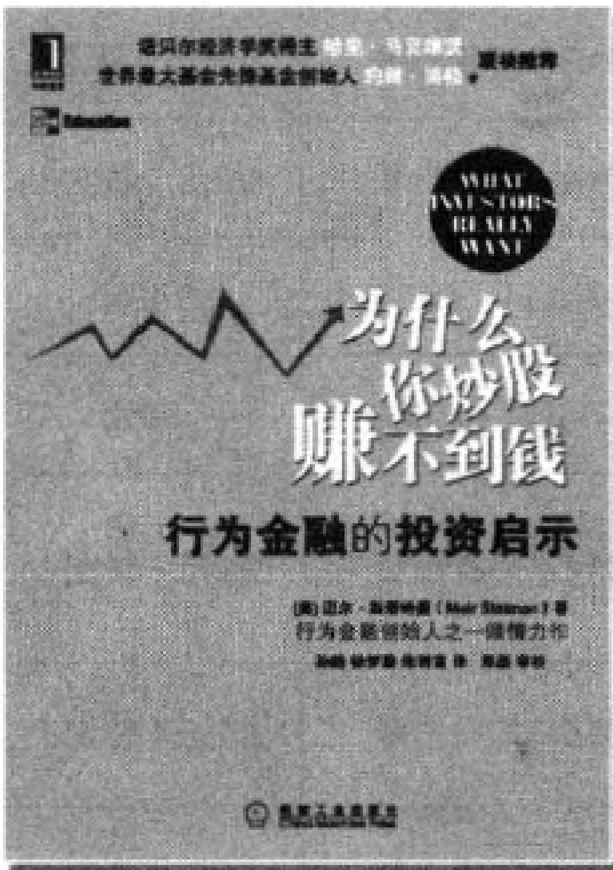
作者：伯顿·马尔基尔
ISBN:978-7-111-37812
定价：56.00元

随机漫步理论重要代表人物，普林斯顿大学金融研究中心主任



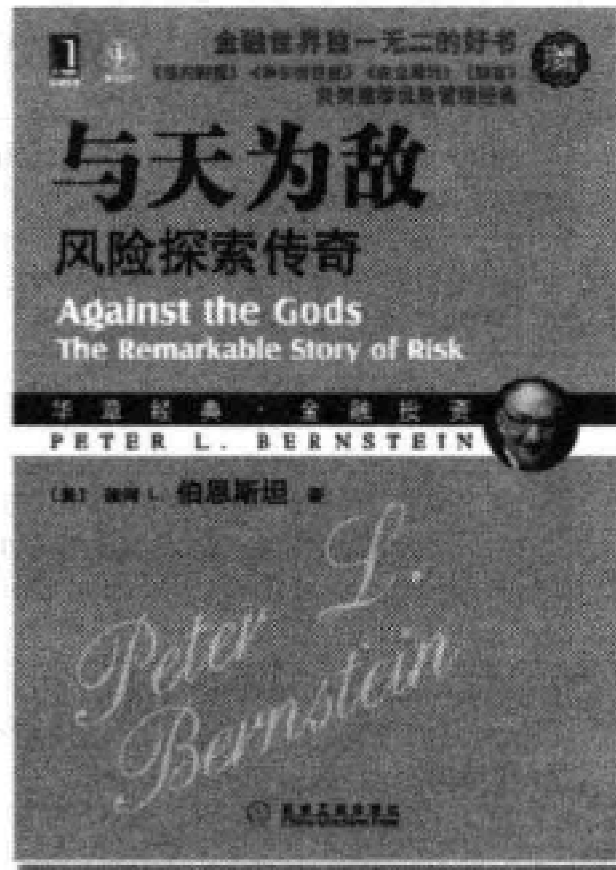
作者：杰里米·西格尔
ISBN:978-7-111-25323
定价：48.00元

沃顿商学院金融教授
股票长期投资价值研究第一人



作者：迈尔·斯塔特曼
ISBN:978-7-111-37932
定价：49.00元

圣塔克拉拉大学金融学院教授
行为金融理论创始人之一



作者：彼得·伯恩斯坦
ISBN:978-7-111-30242
定价：45.00元

著名金融史学家，学术期刊《投资组合管理期刊》创始者
风险管理思想大师与普及者



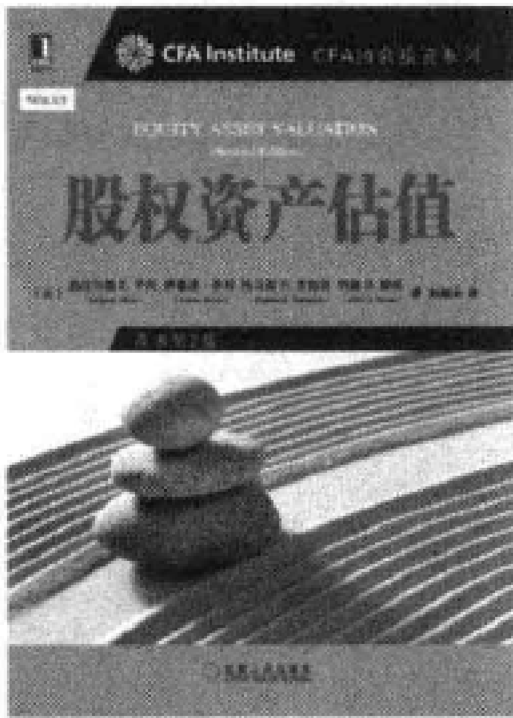
作者：威廉·伯恩斯坦
ISBN:978-7-111-33144
定价：35.00元

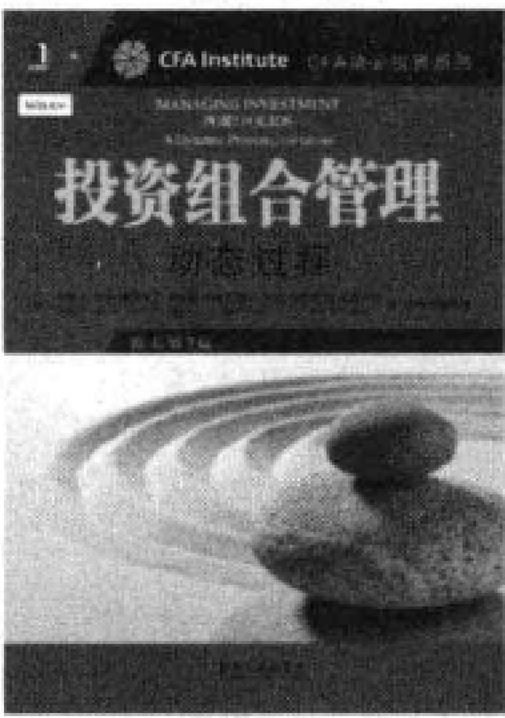
经济史研究者，投资理论普及者，《有效边界》杂志创始人，《晨星》专栏作家

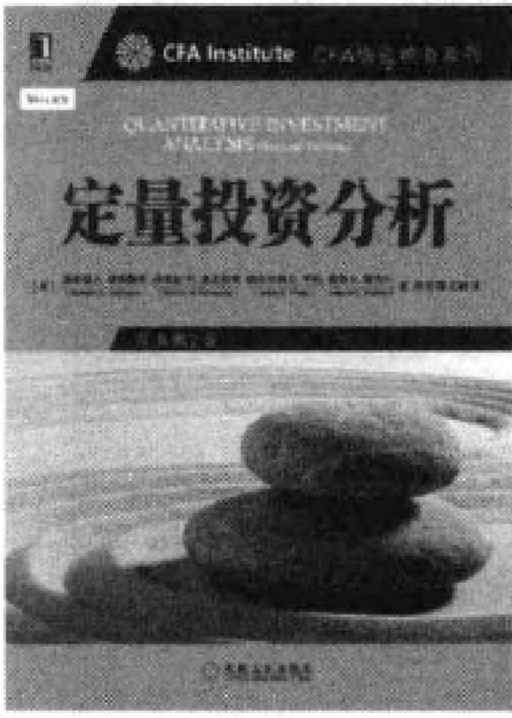
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CFA协会投资系列

机械工业出版社华章公司、Wiley出版社和CFA协会非常荣幸地推出CFA协会投资系列及CFA协会机构投资系列丛书，这套丛书通过享有盛誉的学者和金融专业人士的努力，针对金融领域的重要问题提供了大量的关键资料。在每一本书中，这些善于思考的领导者在理论和实践层面针对金融问题提出了自己的洞见。这些书籍是金融研究生和从业人员的理想读物。







系列名	书名	原书名	书号	定价
CFA协会投资系列	公司金融：实用方法（暂定）	Corporate Finance: A Practical Approach	2013年即将出版	99元（暂定）
CFA协会投资系列	股权资产估值（原书第2版）	Equity Asset Valuation	978-7-111-38805-0	99元
CFA协会投资系列	固定收益证券分析（原书第2版）（暂定）	Fixed Income Analysis	2014年即将出版	99元（暂定）
CFA协会投资系列	国际财务报表分析(原书第2版)（暂定）	International Financial Statement Analysis	2013年即将出版	149元（暂定）
CFA协会投资系列	投资学（暂定）	Investments: Principles of Portfolio and Equity Analysis	2014年即将出版	99元（暂定）
CFA协会投资系列	投资组合管理:动态过程（原书第3版）	Managing Investment Portfolios: A Dynamic Process	978-7-111-38719-0	149元
CFA协会投资系列	定量投资分析（原书第2版）	Quantitative Investment Analysis	978-7-111-38802-9	99元
CFA协会投资系列	新财富管理（暂定）	The New Wealth Management: The Financial Advisors Guide to Managing and Investing Client Assets	2014年即将出版	99元（暂定）
CFA协会投资系列	经济学（暂定）	Economics for Investment Decision Makers: Micro, Macro, and International Economics	2014年即将出版	99元（暂定）
CFA协会机构投资系列	投资绩效测评：评估和结果呈报（暂定）	Investment Performance Measurement: Evaluating and Presenting Results	2013年即将出版	99元（暂定）
CFA协会机构投资系列	私人财富管理（暂定）	Private Wealth: Wealth Management In Practice	2013年即将出版	99元（暂定）
CFA协会机构投资系列	风险管理（暂定）	Risk Management: Foundations For a Changing Financial World	2014年即将出版	99元（暂定）
CFA协会机构投资系列	估值技术（暂定）	Valuation Techniques: Discounted Cash Flow, Earnings Quality, Measures of Value Added, and Real Options	2014年即将出版	99元（暂定）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录
Contents

推荐序

译者序

前言

第 1 章 心理学与金融 / 1

第 2 章 过度自信 / 14

第 3 章 自豪与懊悔 / 29

第 4 章 风险感知 / 44

第 5 章 决策框架 / 59

第 6 章 心理账户 / 73

第 7 章 构建投资组合 / 87

第 8 章 代表性与熟悉程度 / 101

第 9 章 社交互动与投资 / 116

第 10 章 情绪与投资决策 / 131

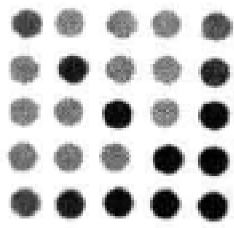
第 11 章 自我控制与决策 / 146

第 12 章 次贷危机的心理学 / 161

注释 / 174

华章经典·金融投资
HUA ZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 1 章
Chapter 1

心理学与金融

金融危机开始时，空气中弥漫着恐惧气息。政府显然对爆发系统性的金融危机忧心忡忡。谁都看得到，美联储的那帮人正在不惜一切代价地推出一连串史无前例的问题解决方案。他们动用央行权威，强迫最大的银行拿出数百亿美元，他们接管了房利美、房地美以及保险商美国国际集团这样的金融机构，吸纳了数千亿美元的债务。[1]

在 2008 年的头三个季度，股票市场按道琼斯工业平均指数计算下跌了 18%。在第四季度，市场在恐慌中又下跌了 19%。2009 年第一季度，市场继续加速下滑，截至 3 月 5 日，市场下跌 25% 创出新低。当然，投资者不知道这就是市场底部。他们看到的只是市场已经下跌了一年多，下跌幅度超过了 50%，再就是当时的损失异常惨重。那些散户投资者当时在做什么呢？他们都在抛售股票。在最后的两个季度，他们出手了价值超过 1 500 亿美元的股票基金份额。大多数都是卖在了底部。作为比较，同样是这些投资者，在市场到达顶部的那个月，净买入的股票基金份额是 110 亿美元。⊖甚至到了 2012 年，散户投资者仍没有像往年那样开始买入股票。这大概就

⊖ 作者的意思是散户投资者总是卖在底部，买在顶部，与“高抛低吸”的操作完全相反。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是“一朝被蛇咬，十年怕井绳”吧？

理智上大家都懂得，想在股市赚钱就得低买高卖。然而数据显示散户投资者显然很不善于把握市场时机。在市场大幅波动的时候，由于情绪效应被放大，心理偏差就产生了特别大的破坏力。

但是，在经济动荡时期，并非只是散户投资者的认知偏差暴露出来，那些金融专业人士的错误也袒露无遗。企业和机构投资者试图创造出各种精巧的模型，以便能囊括影响投资价格的所有因素。他们变得越来越依赖这些模型，以至于过度自信导致其承担了更大的风险。在某些时候，有的风险连他们自己都不知晓，他们是在拿企业的命运当赌注。后来就发生了那些预料不到的事情——纳西姆·塔勒布称之为“黑天鹅”事件，这个说法的典故是，欧洲人曾认为所有的天鹅都是白色的，直到有一天他们在澳大利亚意外地发现了黑天鹅。

而这一次出现的罕见的重要事件是美国住房价格开始下跌，人们开始在抵押贷款上违约。许多金融机构发现，由于自身的骄傲自大，它们过度使用了杠杆并且开始快速被拖下水。数百家银行陷入了困境。多家投资银行被破产清算或者强迫出售。政府拯救了一些大型商业银行，对冲基金被清算了。投资专家们用模型与事业前程和雇用他们的企业打赌的结果是惨败。

为什么投资者和投资专家会频繁作出糟糕的决策？尽管有些人可能是因为缺乏信息或者接受的训练不足，然而这些错误却经常是由高智商且受过良好训练的人作出的。所有这些问题都根源于认知错误、心理偏差和情绪。这些问题没有在传统金融教育中探讨过，它们是“行为金融学”讨论的话题。

传统金融与行为金融

传统的金融学观点认为投资者的心理并非妨碍投资者作出正确决策的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因素之一。过去 30 年中，金融学的发展演进主要基于以下两个假设：

- 人们会作出理性的决策。
- 人们对未来的预测不存在偏差。

基于个人利益最大化的假定，金融学界创造出了一些供投资者使用的强大的投资方法。例如，投资者可以利用现代投资组合理论，在任何给定的可承受的风险水平，获得最大的预期收益。定价模型（如资本资产定价模型、套利定价理论及期权定价理论）可以帮助投资者对证券进行估值，并且有助于了解预期的风险和收益。这类有用的理论，在投资类教科书中比比皆是。

然而，长期以来，心理学家一直认为这些假设是不合理的。人们通常的行为似乎并不理性，而对于未来的预测也常出错。例如，传统金融学理论假设投资者是排斥和规避风险的。尽管投资者主观上不愿意冒险，但如果预期收益足够大的话，还是会冒险的。传统金融学还认为投资者的行为会始终保持与自身的风险规避程度一致，而事实上，他们的行为往往与上述假设背道而驰。例如，投资者在投保时表现出回避风险的心理，但是在买彩票的时候，却表现出愿冒风险的心理。

长期以来，“经济决策中存在可预见的偏见”这种观点被金融学界接受的程度一直都很低。早期行为金融学的支持者曾被视为离经叛道。然而，在过去的十年，有证据表明，“心理和情感因素会影响金融决策”的观点变得越来越有说服力。今天，人们不再将那些早期的行为金融学的支持者视为异教徒，而认为他们是有识之士。虽然关于心理因素在何时、以什么方式、为什么会影响投资的争论还在继续，但自从 2002 年诺贝尔经济学奖颁发给心理学家丹尼尔·卡尼曼和实验经济学家弗农·史密斯，许多人相信这一行动证明了这一领域已被认可。

现在，金融经济学家们逐渐认识到投资者可能作出非理性的投资行为。实际上，投资者的决策失误是可以被预测到的，也会影响市场发挥其正常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

功能。行为金融学的贡献包括：记录了投资者的真实投资行为；记录了与传统模型中理性投资者行为不一致的市场价格表现；为这些投资行为和价格表现提供了新的理论解释。[1]

最重要的也许是投资者的推理失误会影响他们的投资，并最终影响到他们的财富。如果投资者在决策过程中受到了心理偏见的控制，即便懂得现代的投资方法，也可能遭遇投资失败。通过阅读本书，你可以：

- 学到许多可能影响投资决策的心理偏见。
- 了解这些心理偏见如何影响投资决策。
- 看到这些错误决策怎样侵蚀你的财富。
- 学习如何识别和避免投资中的失误。

本章的其他部分将阐释这些心理问题在实际投资中是真实存在的。如果你参与到论证中来，就会发现作者的观点相当令人信服。

预测

大脑并不像计算机那样运转，相反，为了缩短分析时间，它往往借助走“捷径”和“情绪过滤器”处理信息。通过这种信息处理方式作出的决策，和不这样做的决策结果往往大相径庭。这些过滤器和捷径就是所谓的心理偏差。了解这些心理偏差，是避免陷入误区的第一步。一个普遍存在的问题是投资者通常过高估计其所获信息的准确性和重要性。下面将对这一问题进行阐述。

投资非易事，这是现实。即便是在信息可能不充分或不准确的情况下，投资者也必须作出决策。不仅如此，还必须能理解并高效地对这样的信息作出分析。然而不幸的是，人们往往在作预测的时候总是犯一些屡见不鲜的错误。

先看看表 1-1 中的十个问题。[2] 你可能现在还不知道这些问题的答案，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你要做的就是按照自己最有把握的估计给出这些问题的答案区间。具体地说，就是分别给出你认为的那个问题的答案的最小值和最大值，以使正确答案有九成的可能落入这个范围。当然，不要为了确保囊括正确答案而给出一个很大的范围，但也不应过小，因为这样很容易造成正确答案超出你给出的估计范围。如果你坚持按要求给出估计的答案范围，那么这十个问题中，你应该能答对九个。现在开始吧，尽力做到最好。

表 1-1 给出你认为最有可能的答案的范围（最大值和最小值）

	最大值	最小值
（1）请问一只成年蓝鲸一般有多重？		
（2）请问《蒙娜丽莎》这幅画是达·芬奇在哪一年创作的？		
（3）请问到 2012 年联合国有多少独立的成员国？		
（4）请问法国巴黎到澳大利亚悉尼的空中距离是多少英里？		
（5）请问人的身体共有多少块骨头？		
（6）请问第一次世界大战共死了多少名士兵？		
（7）请问到 2010 年年底美国国会图书馆共有多少藏品（包括书、手稿、缩微记录、乐谱等）？		
（8）请问亚马逊河有多少英里长？		
（9）请问地球在赤道处的自转速度是多少（英里／小时）？		
（10）全球每年有多少次地震会被美国国家地震信息中心观测到并公布出来？		

如果你完全不知道某个问题的答案，给出的估计范围就应该大到让你有九成把握可以容纳那个正确答案。反之则可基于你的了解程度给出一个较小的范围。现在让我们看看正确的答案：（1）25 万磅；（2）1505 年；（3）193 个国家；（4）10 543 英里；（5）206 块骨头；（6）830 万名；（7）1.47 亿件；（8）4 000 英里；（9）1 044 英里 / 小时；（10）2 万次。如果答案在你估计的最小值和最大值之间就算正确。那么你答对了几个呢？

大多数人答错的题目不少于五个，但是，如果你按照九成把握来划定答案范围，应该只会答错一道题。事实是即便对问题所涉及的领域没有任何信息或不了解，你也会对自己的答案表现得过度自信。在这方面，哪怕那些学过概率理论的人，跟其他人也没有很大分别。大多数金融学教授也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至少答错了五道题。

这个测试表明，人们在正确评估自己掌握的知识和信息的准确度方面存在困难。现在我们知道疑难在哪里了，你还有机会作出改善。因为这本书是将心理学与投资活动联系起来，请考虑以下这个问题：

> 1928 年，道琼斯工业指数迈进了新时代，涵盖的股票也增加到了 30 只。1929 年，该指数从 300 点开始起步，到 2011 年年底上涨到了 12 218 点。道琼斯工业指数是用价格加权计算出的平均数，不包含股息。如果将每年的股息再投资，那么 2011 年年底的道琼斯工业指数会是多少点呢？

请留意看表 1-1，对确定上面那个道琼斯工业指数的答案区间（最大值和最小值）有所帮助。当然，这次你还是要有九成把握让正确答案落在你选择的范围内。

因为你有九成把握确保正确答案就在你选择的范围内，所以你基本应该能答对这个问题。准备好了吗，现在公布正确答案。如果将每年的股息再投资，那么 2011 年年底的道琼斯指数将达到 332 130 点。[3] 这个答案让你很惊讶是吗？看上去不太可能是吗？我从价格和收益角度重新表述一下这个问题。借助金融计算器，我算出道指从 300 点起步，83 年后上涨到 332 130 点，年均回报是 8.81%。那么说，一个接近 9% 的股票市场年均回报水平是合理的吧？即便是在了解到大多数人会将预测范围定得过窄而且自己接受过教训的情况下，人们还在继续犯错。请留意在这个问题上，框架效应是相当重要的。

这个例子也反映了一种投资者心理，叫作锚定现象。考虑这个问题的时候，你会把注意力集中在道琼斯工业平均指数 12 218 点这个水平上，也就是说，你将自己思考的起点定在了这个数字上。然后，你可能在这个被锚定的数字的基础上，试图增加一个合适的数量，以便能够把股息的再投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入效应囊括进去。投资者会锚定他们的买入价和最近的最高价格。

行为金融学

即使是最聪明的人也难免受到心理偏差的影响，但是传统金融学却认为人的行为与心理因素不相关。传统的金融学认为人是“理性的”，并告诉投资者如何去做到使财富最大化。从这些观点衍生出了套利理论、投资组合理论、资产定价理论和期权定价理论。

与此不同的是，行为金融学研究人们在金融环境下如何进行投资。[4]具体地说，它研究的是情绪和认知偏差如何影响金融决策、企业和金融市场。本书侧重于其中某些方面，即心理偏差如何影响投资者行为。真正了解这些心理偏差的投资者也会更全面透彻地了解传统金融学提供的那些投资方法。

为了讲清楚这个问题，让我们先看看图 1-1 中展示的决策制定流程。为了评估一个具有风险或不确定性的决策，大脑使用当前的事实和估测的发

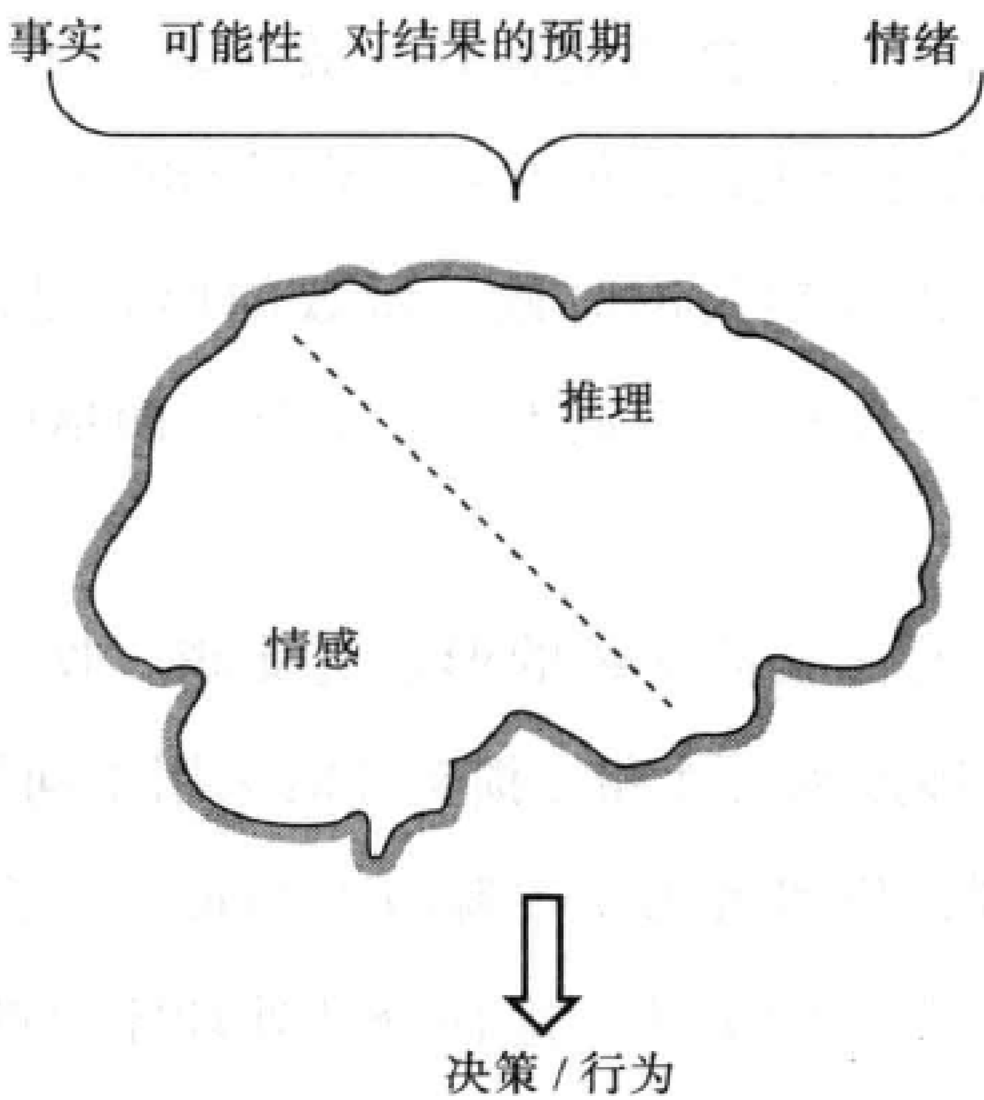


图 1-1 决策过程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生概率，尝试对不确定性进行量化计算。然而，投资人此时的情绪以及对决策结果的预期也会成为评估不确定性的因素。既然人们的情绪牵涉其中，那么经常得到有偏差的决策就不足为奇了。我们通常认为这个过程更接近计算机那样的自动处理，其实更有趣的是，认知过程中的“自动处理”（如推理、逻辑，思维划分）也会造成系统性的和可预知的认知错误。所以，无论情绪是否起到作用，投资者的决策及其后果总是存在偏差。

认知错误的原因

投资者的许多行为都可以用期望理论来解释。该理论描述了投资者在不确定的情况下怎样作出决定，以及如何对其进行评估。[5]首先，投资者基于和特定参考值相比较得出的潜在损益，作出自己的选择。框定效应是一种普遍存在且不可忽视的行为，对观点和决策的形成具有强大的影响力（见第5章）。虽然投资者锚定的参考值各不相同，但是看上去重要的是购买价格。其次，投资者依据图1-2中的S形价值函数评估潜在损益。

请注意图1-2中的价值函数的特征。第一，收益是凹函数。当投资者获得500美元收益时，他们会感觉良好（效用较大）。当然，如果能赚到1 000美元，他们的感觉会更好，但并不比获得500美元时的感受好一倍。

第二，注意，当遭受损失的时候，函数的形态是凸函数。这意味着，当投资者出现亏损时，他们会感觉不适，而且，两倍的亏损不止让他们觉得比原先糟糕一倍。

第三，损失函数要比收益函数的形态更陡峭。收益和损失的这种不对称导致了投资者在处理盈利头寸和亏损头寸时采用不同做法（见第3章）。

期望理论还讲到，投资者为了追踪收益与损失，会将每个投资账户分开，并定期复查每个账户的头寸。这种分开处理账户的方法被称做“心理会计”（见第6章）。[6]将每个账户单独看待而不采用投资组合的方法，限制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了投资者使风险最小化、收益最大化的能力（见第 7 章）。

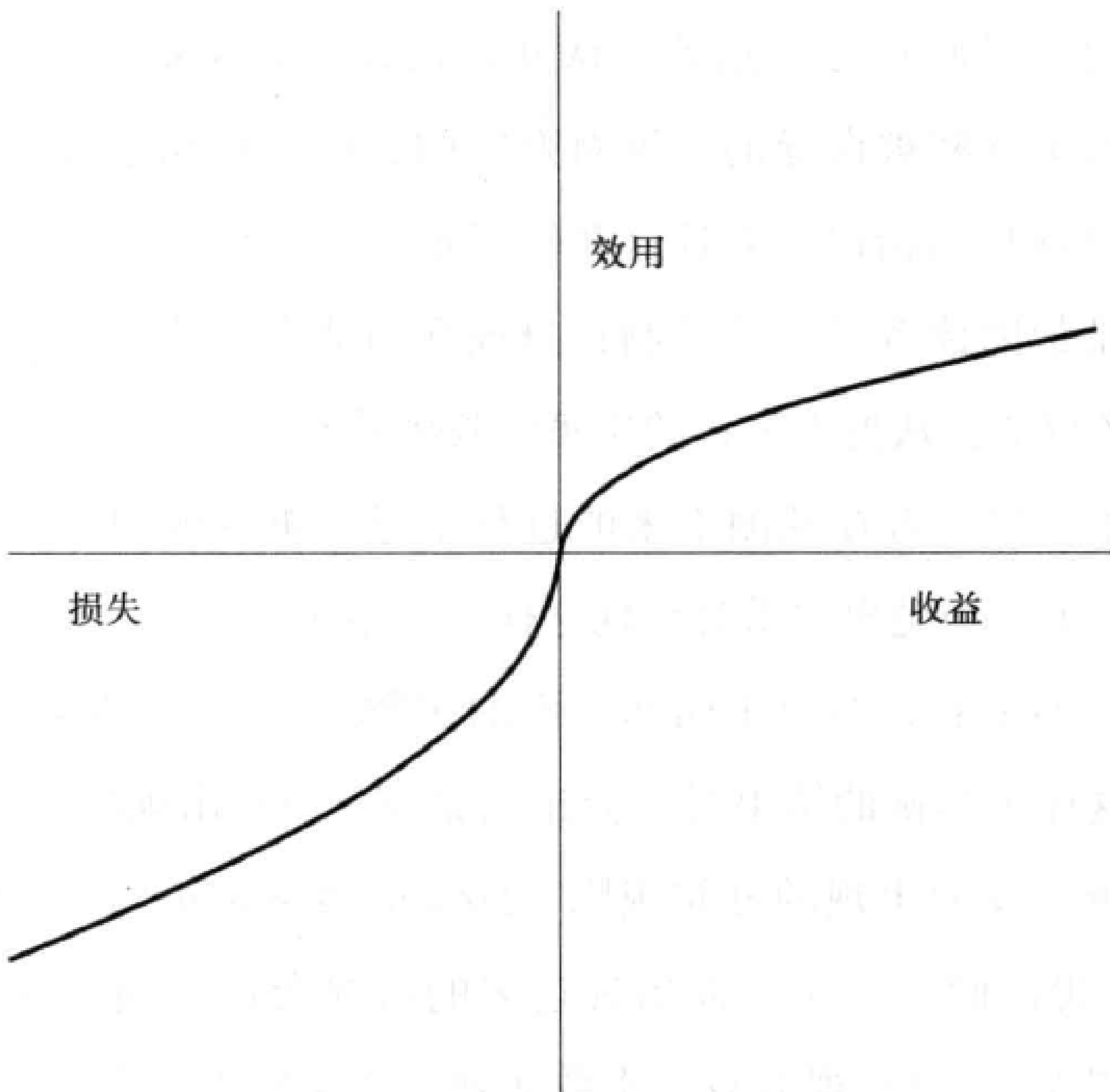


图 1-2　期望理论的价值函数

处理投资心理的另一种方法是将行为偏差按照来源进行分类。[7] 首先，一些认知误区是由“自欺”心理产生的，因为人们通常觉得自己比实际表现要更好。这种心理能帮助人们骗过他人，以便在自然选择的过程生存下来。其次，偏差的另一个来源是“启发式简化”。简单地说，其存在是由于某些认知限制（如记忆力、注意力和处理能力），迫使大脑把复杂的分析过程加以简单化处理。一般认为，期望理论是启发式简化的结果。最后，偏差产生的第三个来源是人的心境，情绪往往能够战胜逻辑推理。

人与人之间的互动和同群效应在金融决策过程中也很重要。互动是指人们如何分享信息，并交流对信息的看法。从他人的观点和情绪中得到的暗示也会影响一个人的决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心理偏差对财富的影响

本书将向读者阐释心理偏差、认知错误以及情绪如何影响投资决策。此外，也将展示这些被误导的决策对财富的影响。换句话说，投资者不仅会犯这些可以预见的错误，而且这些错误也会导致他们的财产损失。本书的基本目的是帮助读者了解并控制自身或在与他人交流时产生的偏差。另外，一些读者可能会从他人失误的决策中找到获利的机会。

举个例子，投资者在预测未来的过程中过于重视他们所观察到的少数现象。考虑一下，当抛出硬币时出现这样三个结果：正面、正面、正面。我们知道，从长期来看，抛出正面和反面的次数应该是一样的。在看到出现了三次正面这样不均衡的结果时，会让人觉得下一次出现反面的机会更大。因为我们了解正反面出现的分布规则（50% 的概率是正面，50% 的概率是反面），所以我们倾向于一个面出现过多的情况会得到纠正。这种情况被称为“赌徒谬误”，也被视为对“小数法则”产生较大误会的一种情况。[8]

让我们来看看这种行为如何影响玩彩票的人。大家都知道，从长远来看每个摸彩号码的中奖概率是相同的，每个号码命中的次数也应该是一样的，人们会尽量避免去选最近才中过的号码，因为人们觉得这些号码不太可能很快又再次中奖，所以这种心理谬误让人们在选号时产生了行为偏差。你可能会问，这种效应是如何影响财富的呢？毕竟他们选择的号码也同样可能被其他人选到。假设买彩票的人（除了我以外）都避开最近才中过的号码，那么我就反其道而行之。请记住，彩票奖金池要在所有中奖者之间平分。如果只有我选的号码中了，那我就是唯一的中奖者，就可以获得全部奖金。如果你中奖了，也许要与其他人一起平分奖金，这样，你所得到的也就只能是奖金中的一小部分了。我们中奖的概率是相同的，但是“随大流”行动的人会陷入赌徒谬误，从而只能分得比预期少的收益。请注意，通过了解这种心理偏差，就可以改变自己的决定，避免受其影响。这样就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以比那些受此偏差影响的人赚到更多钱。

信奉“小数法则”的人在股市中的表现则有所不同。就抛硬币打赌和买彩票而言，我们自以为了解各种结果的分布规律，但对于不同股票和基金来说，我们承认无法获知其收益的分布规律。事实上，我们又认为其中一些股票和共同基金优于其他。我们来看一些有关未来预测的几种典型结果。人们相信意外的成功会再次出现。当人们确信自己了解结果的分布规律时，他们预言与异常结果相反的情况将会出现；相反，如果他们不了解分布规律的话，会认为异常结果将连续出现。这就是为什么我们会看到投资者往往会追捧上一年收益率较高的共同基金。

后续章节的内容概要

本书接下来的七章将讨论对人们日常生活有影响的心理偏差现象。每章的论述采用的是相似的结构。首先，用日常行为方面的事例来说明和解释相应的心理现象，接着引用研究成果展示这些心理偏差如何影响人的行为，最后考察这些偏差对投资者的影响程度。

第 2 章到第 4 章讨论了情绪和框架效应如何影响投资决策过程，如之前的案例所示，人们把供选择的范围设定得过于狭窄，这属于自我认知中的所谓“过度自信”问题。这类投资者往往频繁交易，承担了太多的风险，收益却并不高。我们将在第 2 章具体讨论这个话题。第 3 章讨论投资者对自己的看法是如何驱使其回避遗憾懊悔、寻求自豪感的。投资者往往过快地售出有盈利的股票，而将亏损的股票长时间留在手中不愿认赔出局。第 4 章讨论了投资者对风险的认识，以及他们是怎样随着时间和分析的变化而改变决定的。这些不断变化的冒险行为对投资决策过程有显著影响。实际上，随着时间推移，你对过去失败的印象可能会不断弱化遗憾懊悔的感受。

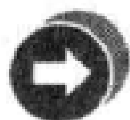
第 5 章到第 7 章讨论了启发式简化效应对投资者产生的影响，例如，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者对手中持有的股票是否亏赚的看法，都会受到框架效应的影响（第5章）。假设你在5年前以30美元的价格买进了一只股票，曾经涨到60美元，现在的市价只有45美元。那么这只股票对你而言，是盈利了还是亏损了？你的判断将引导你采取特定的行动——继续持有或者卖出。现在考虑一下，你每天都被各种信息"轰炸"，大脑中会采用一种被称为"心理会计"的处理流程，用于存储和跟踪重要决定和结果。

第6章展示了这一处理过程如何导致人们作出糟糕的金融决策。第7章讨论的是投资者如何看待投资组合的分散化，这是一个特别重要的问题。大脑也经常走"捷径"以便能够快速处理信息。而这些"捷径"会导致对信息的误读，这会引发投资者的代表性和熟悉性方面的思维偏差。我们将在第8章讨论这些问题。

本书的最后三章的结构与前面章节略有不同。第9章讨论投资活动怎样融入我们的社会文化。心理学、群体心理和投资行为之间的互动作用带来了市场恐慌和价格泡沫。互联网也和这些因素相互影响并强化了心理偏差。投资者受到周边人决策的影响，这种现象变得非常重要。第10章重点讨论在投资决策过程中情绪和心情的角色，投资者的乐观或悲观程度会影响其所做的交易决定。第11章讨论了如何在面对这些心理偏差时保持自我控制。投资的规划、动机以及经验法则都有助于规避一些常见问题。该章还描述了根据人们的心理偏差所设计的一些方法，帮助读者获得更大收益。最后，第12章描述了心理因素在抵押贷款行业和引发金融危机方面所起的作用。那些贪婪的放贷人创造了次贷产品，将高昂的代价深深地隐藏在不被人注意的角落，使得情绪紧张的房主成为众矢之的。



小结

大多数正规的金融教育将传统的金融概念当作核心内容，然而，心理学在金融决策中发挥着巨大作用。本书论证了认知错误、启发推断法、

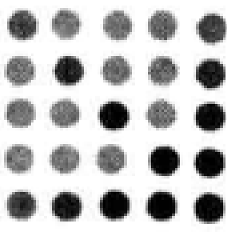
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心理偏差以及情绪如何影响投资者的决策。不幸的是，那些受到心理偏差引导的决策产生的结果，经常会对投资则会的财富产生负面影响。

思考

1. 为何传统的理性决策假设可能对投资者是有用的?
2. 说出期望理论包括哪四个方面。
3. 描述期望理论之外的三个导致认知错误的来源。
4. 情绪和感情如何影响一个人的决策过程?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 2 章
Chapter 2

过度自信

人可能会过度自信。心理学家认为过度自信会导致人们高估自己的知识水平，低估风险并夸大自己掌控事件的能力。过度自信的现象是否存在于投资者的决策过程中呢？挑选证券不是一件简单的事情，也正是在这类事情中，人们表现出最大限度的过度自信。

过度自信表现在两个方面：错误估计和自负。前一个指的是人们对某事的概率分布范围估计得太窄小。第 1 章举的给出十个问题的最有把握的答案范围就是这样一个示例。后者是指人们对自己抱有不现实的良好判断。

人们认为自己的能力、知识和技能要优于平均水平。这种效应能够解释下面这个问题：

> 你是个好司机吗？和在街上碰到的司机相比，你的开车水平与平均水平相比，是更高、相当于还是更低呢？

你是怎样回答这个问题呢？如果不存在过度自信这个因素，应该大约是各有 1/3 的人分别回答高于、相当于和低于平均水平。但是人们通常对自己的能力过度自信。在一个已公开的调查结果中，被抽样的大学生里，有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

80% 认为自己的开车水平高于平均水平。[1] 显然，许多人的想法并不正确。

被调查的学生中有许多人高估了自己的开车技术。对开车技术的过度自信可能还不至于影响到你的生活，但问题是人们对于自己在做诸多事情的能力方面普遍存在过度自信现象。这会影响到个人未来的财务状况。

现在看一个与财务有关的例子。创业是一种冒险，事实上，大多数新公司倒闭了，但是 2 994 名新公司的老板被问及如何看待成功机会时，大多数人认为他们有 70% 的机会成功，只有 39% 的人认为成功机会与同类的公司是一样的。[2] 为什么那些新老板会认为自己的成功机会是别人的两倍呢？答案就是他们过度自信了。

有趣的是，人们在觉得自己掌控了局面的时候往往更过度自信，哪怕实际情况完全不是那么回事。例如，据记载，当人们在赌抛一枚硬币会出现几次正面、几次背面时，大多数人在硬币被抛出之前，下的赌注会比较大。也就是说，如果硬币已经抛完而结果没有公布，人们往往会下小一些的赌注；相反，如果是在硬币抛出之前下注，往往会更大一些。人们的行为看上去似乎是认为自己的参与在某种程度上会影响抛硬币的结果。[3] 在这种情况下，对于能够控制结果的感觉显然只是一种假象而已。同样，这种想法也存在于投资行为中。即使在没有任何证据的情况下，人们一般也会认为自己持有的股票肯定比自己没买的股票好。然而，拥有股票只是给人一种能够控制结果的错觉而已。

盖洛普 / 潘恩韦伯在 2001 年对个人投资者所作的调查，显示出人们普遍存在过度自信的心理。值得注意的是，在被调查的人中，很多都经受了近年科技股泡沫崩溃破裂带来的损失。在被问及他们认为在接下来的 12 个月里股票市场的回报率时，回答的平均数是 10.3%；再被问及期望自己的投资组合的回报率时，回答的平均数是 11.7%。通常情况下，投资者期望得到高于平均水平的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过度自信会影响投资决策

投资是一个复杂困难的过程，它包含信息收集、分析以及据此作出决策等几个步骤。然而，过度自信导致我们对信息的准确性产生误解，以及高估自己分析信息的能力。在我们刚经历了成功之后，常会发生这种情况。“自我归因”的心理偏差让人们认为成功源于自己能力超群，而将失败归咎于运气不佳。投资者在市场上取得一定的成功之后，可能作出过度自信的行为。

我们来看看金融分析师的行为。分析师会公布其对公司的未来收益预测情况。吉尔斯·希拉里和莱尔·曼兹利做了个研究，在作出了一系列正确的收益预测之后，看看那些分析师后续预测的情况。[4] 发现如果分析师将之前正确预测主要归功于个人的信息和能力，那么他们下一次分析的准确度就可能会低于平均水平，而且与其他分析师的预测有出入。在调查了 40 000 多个季度收益预测之后，他们发现成功的经验会滋生过度自信心理。前几个季度预测较准的分析师倾向于作出与其他分析师不同的预测，最终他们的失误也会更多。

过度自信造成投资者作出诸如过度交易、冒险交易的错误决策，并最终导致投资组合受损。因为他们对自己的观点过度自信，所以会增加交易量。投资者的观点一方面来自于对其所掌握信息的准确性的判断，另一方面基于其信息分析能力。[5] 过度自信的投资者更相信自己对股票的估值而较少被其他人的观点影响。

过度自信的交易

心理学家发现，在那些被认为是男性居主导地位的领域中，如金融管理，男性往往比女性表现得更过度自信。[6] 一般而言，男性比女性更相信自己的投资决策能力，因此男性投资者要比女性投资者交易更频繁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在一项对一家大型折扣经纪中介机构的调研中，金融学家布拉德·巴伯和特伦斯·奥丁调查了 1991 ~ 1997 年的近 38 000 个散户的交易行为。[7] 他们分别检查了单身男性、单身女性、已婚男性和已婚女性四类账户拥有者的交易状况。用于衡量交易水平的重要指标是“周转率”，指的是投资组合中的股票在一年时间内发生变化的百分比。例如，50% 的周转率指的是在那一年里投资者售出了投资组合中一半的股票，并买入了新股票。类似地，200% 的周转率指的是在一年内投资者卖出投资组合中的所有的股票以买入其他股票，接着再卖出那些股票并买入第三套新股。

该研究显示，单身男性的交易量是最大的。正如图 2-1 所示，单身男性以每年 85% 的周转率进行交易，而已婚男性的交易周转率为 73%。单身女性和已婚女性的年周转率分别为 51% 和 53%。请注意，这种情况与过度自信是吻合的，也就是说，与女性投资者相比，男性投资者更过度自信，因此他们的周转率也更高。

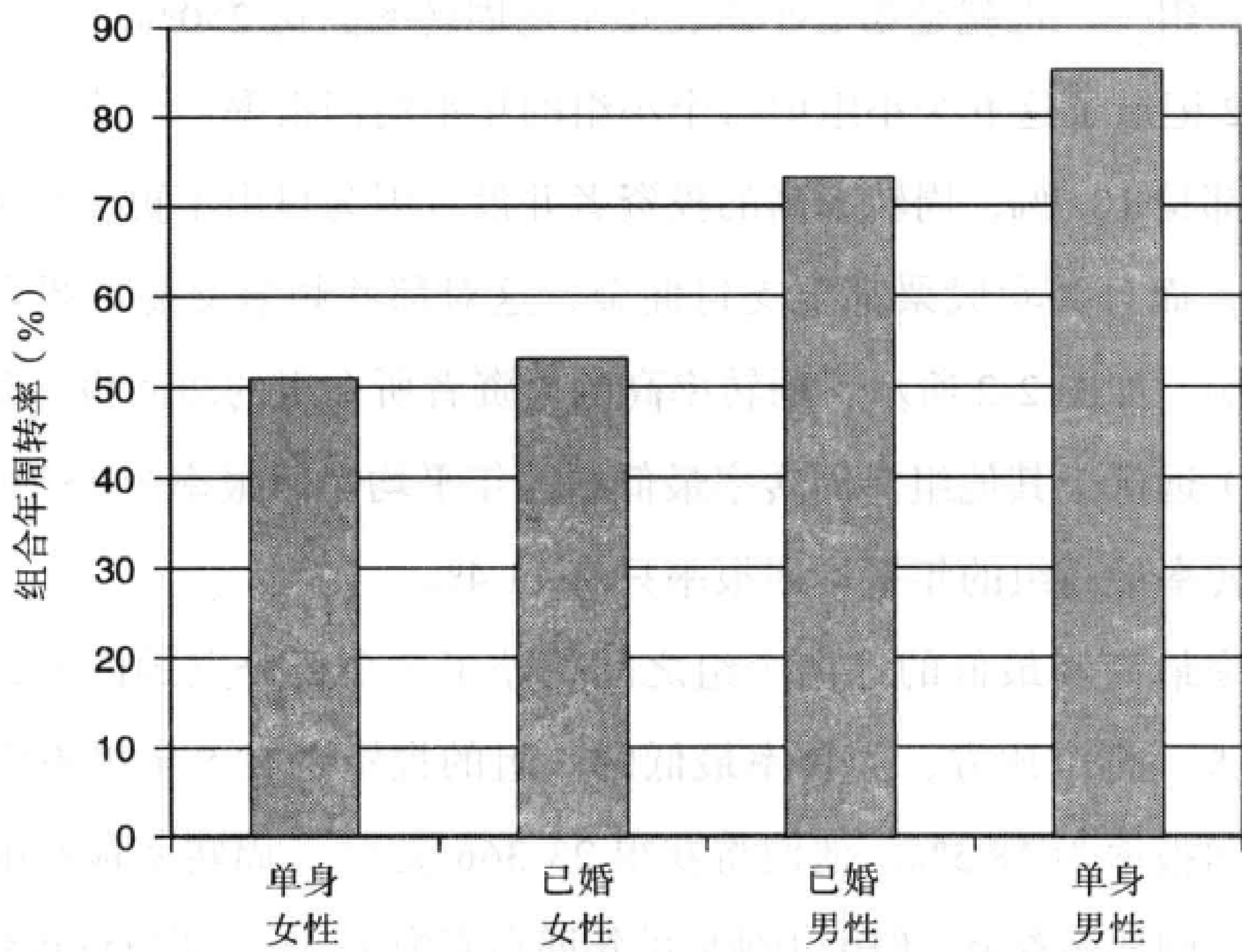


图 2-1 按性别和婚姻状态的投资组合年周转率

换个角度看，也许是男性并非更过度自信，而是可能因为他们在掌握

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信息方面具有优势。如果你真得掌握了更全面更准确的信息，那么据此交易就应该会带来更高的回报。

一般情况下，过度自信的投资者的交易量更大，可是更高的周转率和更多交易是否就意味着结果更糟糕呢？巴伯和奥丁也研究了这个问题。[8]他们抽样调查了1991 ~ 1996年的78 000户散户，并研究了周转率与投资组合回报率之间的关系。假设一名投资者掌握了准确信息且能彻底解析这些信息，那么基于他的能力和高质量信息，其频繁的交易就应该带来高回报。实际上，收益在扣除交易成本之后，应该足以跑赢买入持有策略。反之，如果投资者并不具备超强分析能力，却又受到过度自信心理的影响，那么高周转率所带来的收益将不足以跑赢买入持有的策略以及覆盖交易成本。

根据抽样中投资者的交易水平，巴伯和奥丁将他们分为五个小组。周转率最低的20%的投资者为第一组，投资组合的年平均周转率为2.4%。周转率次低的20%的投资者为第二组，依次类推，周转率最高的20%的投资者为最后一组——也就是第五小组，年平均周转率高达250%以上。

图2-2记录了这五个小组中每个小组的年平均回报率。注意这五组的年总回报率都是18.7%，周转率高的投资者并没有因为付出了更多努力而得到更高回报，而且买卖股票都要支付佣金，这对那些频繁交易的投资者会有更大的影响。如图2-2所示，周转率高的投资者所在组的净回报（除去佣金后的回报）远低于其他组。周转率最低组的年平均净回报率为18.5%，相比之下，周转率最高组的年平均回报率只有11.4%。

周转率最高和最低的这两个组之间相差了7个百分点的回报，这个差距十分惊人。打个比方，周转率最低的一组的投资者在5年里投资10 000美元，年回报率为18.5%，他们将获得23 366美元；周转率最高的一组的投资者投入同样多资金，但由于他们的年回报率为11.4%，所以仅得到17 156美元；差距超过了5 000美元。就积累财富的角度来说，建立在过度自信上的交易是危险的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

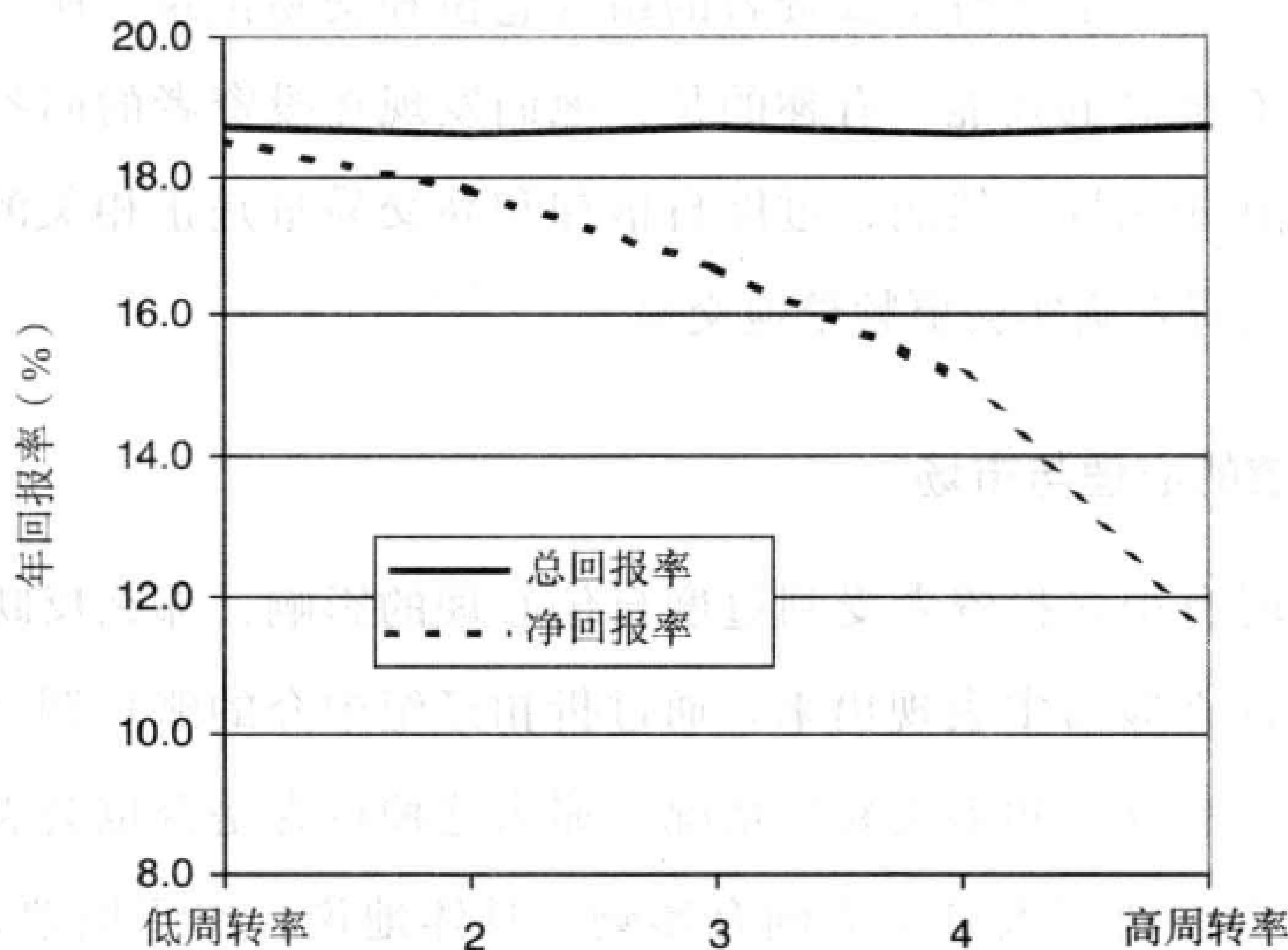


图 2-2 按组合周转率分类的投资者年回报率

过度交易导致的不仅仅是高交易佣金。可以看到，过度自信不仅导致过于频繁的交易，还会让投资者买错股票。巴伯和奥丁将自己的分析限制在只针对某些经纪人的账户——这些账户在三周内就会将买入的股票脱手。他们追踪了接下来的四个月和一年里这些账户买卖新股的状况。

他们希望看到出售股票 A、买入股票 B 的行为是否总是正确的决策，显然不是。在接下来的四个月里，那些被售出的股票的收益率为 2.6%，而新买入的股票只赚了 0.11%。在接下来的一年里，售出的股票跑赢了新买入股票 5.8%。[9] 过度自信一方面会使投资者频繁交易，把钱浪费在支付佣金上；另一方面也会导致投资者卖出表现好的股票，买入表现差的股票。

对巴伯和奥丁研究成果的一个批评指出，他们一开始就假设交易频繁的投资者是过度自信的，换句话说，就是他们把交易量当作了量度过度自信的一个指标。那么，过度自信真得会导致过度交易吗？马库斯·格莱塞和马丁·韦伯研究了一家德国在线经纪商的投资者的情况。[10] 他们通过对那些投资者提问对其过度自信的程度作出评估。比如，一个问题是“你们经纪行有多少比例的客户在筛选具有超过平均水平回报率的股票方面的技能比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你强？”由于他们了解每个投资者的组合仓位和交易记录，所以很清楚投资者是否具有更高的技能。有趣的是，他们发现在投资者的回答和交易表现之间不存在相关性，然而，过度自信却和高交易量是正相关的。这说明过度自信的投资者确实会更频繁地交易。

过度自信的心理与市场

如果同时有很多投资者受到过度自信心理的影响，那么反映这种趋势的征兆有可能在股市中表现出来。通过折扣经纪中介的账户调查发现，过度自信的投资者存在频繁交易的情况。那么这种行为是否也会表现在总体市场中呢？有些研究人员认为确有影响。具体地说，由于股票市场上涨，投资者会将盈利归功于自己的能力，因此变得过度自信。这种心理会导致大批投资者增加交易，对证券交易所的交易总量产生一定的影响。

调查股市的月收益率以及40年来交易量，发现在高收益率的月份之后会出现较高的交易量。[11] 例如，某个月的收益率高达7.0%，那么接下来的6个月里会出现高交易量。这样，在正常情况下7个月的交易量被挤压在6个月内完成。相反，在股市下滑之后，股票的交易量也较平时更少。投资者似乎会将一个表现好的月份归功于自己的能力，并开始增加交易。糟糕的交易表现会使投资者不那么过度自信，随后的交易活动就会下降。这可能就是华尔街资深人士警告投资者不要被牛市忽悠的原因。

过度自信的心理与风险

过度自信还会导致投资者的冒险行为。理性投资者试图在风险最小化的情况下让收益最大化，然而，过度自信的投资者通常会对风险作出误判。毕竟，如果投资者自信地认为所选的股票会获得高收益，怎么会看到风险呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过度自信的投资者的投资组合会面临较大的风险，这有两个原因：第一，他们倾向于买入高风险股票。一般情况下，高风险股票来自较小公司和成立时间较短的公司；第二，倾向于分散程度较低的投资组合。我们可以用以下几种方法来测量一般的风险，即投资组合波动性、β 系数以及投资组合中所涉及公司的规模。投资组合波动性衡量的是投资组合的涨跌程度。高波动性投资组合的价格波动较大，也说明投资组合比较单一。β 系数是一个变量，常用于投资行业中衡量证券的风险程度，它测量了投资组合随市场改变的程度。β 系数为 1 指的是投资组合紧跟市场。较高的 β 系数预示该证券的风险较大，比股市整体的波动更大。

巴伯和奥丁的一系列研究表明，过度自信的投资者承担的风险也更大。他们发现单身男性的投资组合的风险最大，然后依次是已婚男性、已婚女性和单身女性。也就是说，单身男性的投资组合的波动最大、β 系数最高，而且更倾向于购买小公司的股票。在按照周转率划分的五组中，与低周转率组相比，高周转率组更愿意购买小公司的股票，而且他们的投资组合的 β 系数也更高。总体上说，过度自信的投资者往往认为他们的行为并不是很冒险，而事实并非如此。

知识错觉

过度自信的心理是从何而来的呢？它部分是来自投资者关于知识的幻觉——人们倾向于认为自己对未来的预测会随着信息的丰富而更准确，也就是说，信息的积累会加深一个人对某件事的了解，进而提高其决策的水平。[12]

然而，事实并非总是如此。例如，如果我掷出一个有 6 个面的骰子，那么你觉得会出现什么数字呢？你对自己的答案有几成把握呢？显然，你可在 1 ~ 6 这 6 个数字中选择一个，而你答对的机会是 1/6。如果最近 3 次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

掷骰子，每次得到的都是数字 4。我准备再掷一次，你认为会出现哪个数字？你猜对的机会有多大？我要告诉你，如果这个骰子没有什么特别的话，你得到的无非仍是这 6 个数字之一，赢的机会仍是 1/6。增加的信息不会提高你正确预测掷骰子结果的能力。然而，许多人认为数字 4 出现的可能性要更大一些（概率高于 1/6），也有人认为再次掷出 4 的可能性较小。人们认为自己猜对的机会要比实际猜对的概率大。也就是说，即便猜对的概率并没有发生改变，新的信息会让人们对自己的预测更自信。

尽管有价值的信息可以改善预测的准确度，但是自信程度可能提高得更快。换言之，接收更多更好的信息导致人们在作预测时自信爆棚，而实际上，信息最多只能有限地改善预测准确度。一系列试图预测大学足球赛结果的试验也展示了这个效应。[13] 试验参与者得到了一些统计信息（但不是球队名称），要求他们预测获胜方和比分范围。他们也对预测正确的概率进行自我评估。随着提供给他们的比赛信息增多，他们对预测和自我评估作出修正。参加者在每次比赛里都会得到 5 轮信息，他们要作出 15 个预测。结果表明，更多的信息并没能提高预测准确度。1 轮信息能保证 64% 的准确度，但是 5 轮信息的准确度也只有 66%。另一方面，参与者的自信程度却从 69% 上升到了 79%。在另一个试验里，这些研究人员对每轮信息的质量进行排序。一些参与者发现随着每一轮信息的导入，信息质量也得到了改善，而另一些则是从最好的信息开始作预测，发现后面的信息越来越没价值。结果是一样的：人们接受的信息越多就变得越自信，即便他们的预测准确度并没有提高。

借助互联网，投资者可以接触到海量信息。其中有诸如成交价格、收益、企业经营表现等历史数据，以及实时新闻、报价、成交量等当前信息。然而，大多数个人投资者缺乏专业投资培训和经验，因此对如何准确解读信息缺乏信心。也就是说，因为缺乏准确解读信息方面的培训，这些信息所能给予他们的知识也并没有预期那么多。这就是智慧和知识之间的分别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个很好的例子是对投资者作决策有用的那类信息。考虑一下未过滤的信息和过滤后的信息。前者直接来自信息源，如公司财务报告，由于这类信息充满了术语和复杂的会计法则而难以理解；后者是指那些原始数据经过专业人员的解释和包装，然后提供给一般投资者使用的信息，如来自分析师和信息服务机构“价值线”（Value Line）的报告。对于投资新手来说，搜集未过滤的信息比较容易，而且成本低。然而，由于他们无法准确理解这些信息，很可能会被知识错觉愚弄而作出糟糕的决定。所以他们最好是使用过滤后的信息，直到在这方面获得了足够多的经验。有一项金融研究对各种信息、经验和投资组合回报进行了分析，发现当经验较少的投资者更依赖未过滤信息的时候，回报率也较低。而依靠过滤后的信息，提高了这类投资者的回报。[14] 较有经验的投资者使用未过滤信息也能获得较高回报。大概是经验帮助他们把知识变成了智慧。

许多个人投资者意识到自己解读投资信息的能力有限，因此求助于互联网。投资者可以从网络上获得分析师的推荐建议、定制专家服务、加入炒股群，或者从聊天室了解别人的观点。然而，这些投资者必须慎重判断聊天室里所说的话，并非所有的推荐都真的出自专家之口。

事实上，网上聊天室里的股票推荐很少出自专家。最近的一项研究调查了张贴在两个互联网炒股群里推荐股票的信息。[15] 大多数被推荐的股票，要么是最近表现特别好的，要么是最近表现特别糟糕的。上个月表现特别好的股票被推荐买入（动量交易策略），但是在接下来的那个月里，这些股票通常跑输市场 19% 以上。在推荐买入的股票中，有些是上个月表现特别差的股票（价值策略），在接下来的那个月里，跑赢了市场 25% 以上。整体来看，推荐买入的股票的表现与股市整体走势的差异不大。

另一项研究发现，在 RagingBull.com 论坛上，关于股票的正面消息的帖子与次日或者下周股票的正收益并无直接联系，[16] 然而，大量的帖子会带来更大的交易量。从这些研究可得出一个结论，论坛上的股票推荐不包含

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有价值的信息。如果投资者认为这些消息增加了他们的知识，他们就有可能对自己的决策过度自信。更高的交易量说明情况有可能就是这样。

是谁过度自信

我们通常将股票市场投资者分为两类——个人投资者和机构投资者。哪些人更容易过度自信呢？庄和苏斯梅尔这两位学者比较了中国台湾股市上的这两类投资者的交易活动。[17] 他们特意考察了导致过度自信交易行为的市场条件，比如在牛市获益之后，或者在个别股票上狠赚一笔之后。

两类投资者在这种过度自信的时段都进行了更频繁的交易活动，相对而言，在个人投资者身上表现出的效应更明显，而且他们也更倾向于买卖高风险股票。个人投资者在赚钱之后表现出既频繁交易又敢冒风险的情况，说明他们更倾向于过度自信。在赚钱之后，个人投资者不仅交易行为更激进，他们的表现也比机构投资者更糟糕。

控制错觉

另一重要的心理因素就是关于控制的错觉——人们常常相信自己对一些不可控事件的后果具有影响力。产生这种错觉的主要因素包括：选择、结果序列、任务熟悉程度、信息以及积极参与。[18] 网上投资者通常会遇到这些因素。

选择

作出一项积极的选择可能会引发控制错觉。例如，与随机抽取号码的彩民相比，自己选择彩票号码的人往往会自认为中奖的机会要大一些。由于网上的股票经纪人并没有给投资者提供具体的建议，因此他们必须自己作出买卖股票的决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结果

结果发生的方式会与控制错觉有很大关联。与早期出现消极的结果相比，早期积极的结果会给人更大的控制错觉。在 20 世纪 90 年代后期，投资者就已经开始通过网络管理他们的投资。因为那时处于牛市后期，所以投资者很可能经历了很多积极结果的激励。

任务熟悉程度

人们对任务的熟悉程度越高就越觉得自己能够控制它。稍后这一章将会讨论投资者正在慢慢熟悉网络投资环境，已经成为积极的交易者和网上信息服务的参与者。

信息

投资者得到的信息数量越多，控制的错觉也越大。关于互联网的海量信息已经有人作出不少解释。

积极参与

当一个人参与任务的程度越高，那么他觉得自己掌控着事态的感觉也会同比例增强。网上投资者在投资过程中的参与程度高。通过折扣经纪机构（如网上经纪）进行投资的人必须自己作出投资决策。这些投资者要收集并评估信息、作出交易决策并处理交易。

互联网通过提供交流媒介，如投资聊天室、消息论坛和炒股交流群等促进了投资者积极参与程度。互联网投资服务提供商如雅虎、莫特利富尔、硅谷投资者、Raging Bull 等，都在其网站上设立了信息论坛，投资者之间在那里进行沟通交流。通常情况下，交易所每只股票都可以在消息论坛上讨论。使用者可以用别名将公司的相关消息发布到论坛上，或者仅浏览上面的消息帖子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过往的成功

过度自信的心理来自于过去的成功经历。如果某个决策是正确的，人们将其归功于自己的技能超群。如果某个决策后来被证明是错误的，人们将其归因于时运不济。人们经历的成功越多，就越会将其归功于自己的能力，即便其中包含了很大的运气成分。

在牛市时期，个人投资者往往将成功主要归功于自己的能力，这就使得他们自信过度。结果是，过度自信的行为（如大量交易和冒险行为）往往在牛市要比熊市发生得更多更显著。[19]

投资者的这种行为在20世纪90年代后期的牛市和之后到来的熊市里都有所表现。随着牛市的大幅上涨，个人投资者的交易量也比往常多一些。此外，投资者在股票上的配置比例也随之上升，投资较高风险的公司，甚至借钱进行杠杆投资。[20] 随着牛市消退和熊市来临，过度自信减弱，投资者的行为逐渐逆转。

网上交易

布莱德·巴伯和泰瑞·奥丁调查了1 607名投资者的交易行为。他们都是从电话交易系统转向采用网络交易系统的折扣经纪商。[21] 在投资者开始上网交易的两年前，他们的投资组合的平均周转率大约是70%。在上网交易之后，这些投资者交易的周转率立即升到120%。部分升幅转瞬即逝。两年之后这些投资者的周转率仍回到了90%。

另一个不同的研究调查了美国401（k）养老金计划。[22] 共有两个公司的100 000名计划参与者，可以利用网络服务对其401（k）计划中的资产进行交易。该项研究的优点在于，这些交易发生在一个完善的养老金计划里，不必考虑因为流动性需求和纳税因素而卖出的情况。所有交易都被认为是投机性的。研究结果与过度自信的交易是一致的。具体地说，他们发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现交易频率翻倍，而且投资组合周转率提高了 50%。

网上交易及其表现

巴伯和奥丁还调查了投资者在上网交易前后的表现。在转向网络交易前，他们的投资相当成功，如图 2-3 所示，年收益率将近 18%，比整个股票市场的收益高出 2.35 个百分点。然而，上网交易之后，这些投资者的收益有所下降，他们的平均年收益率仅为 12%，跑输市场 3.5 个百分点。

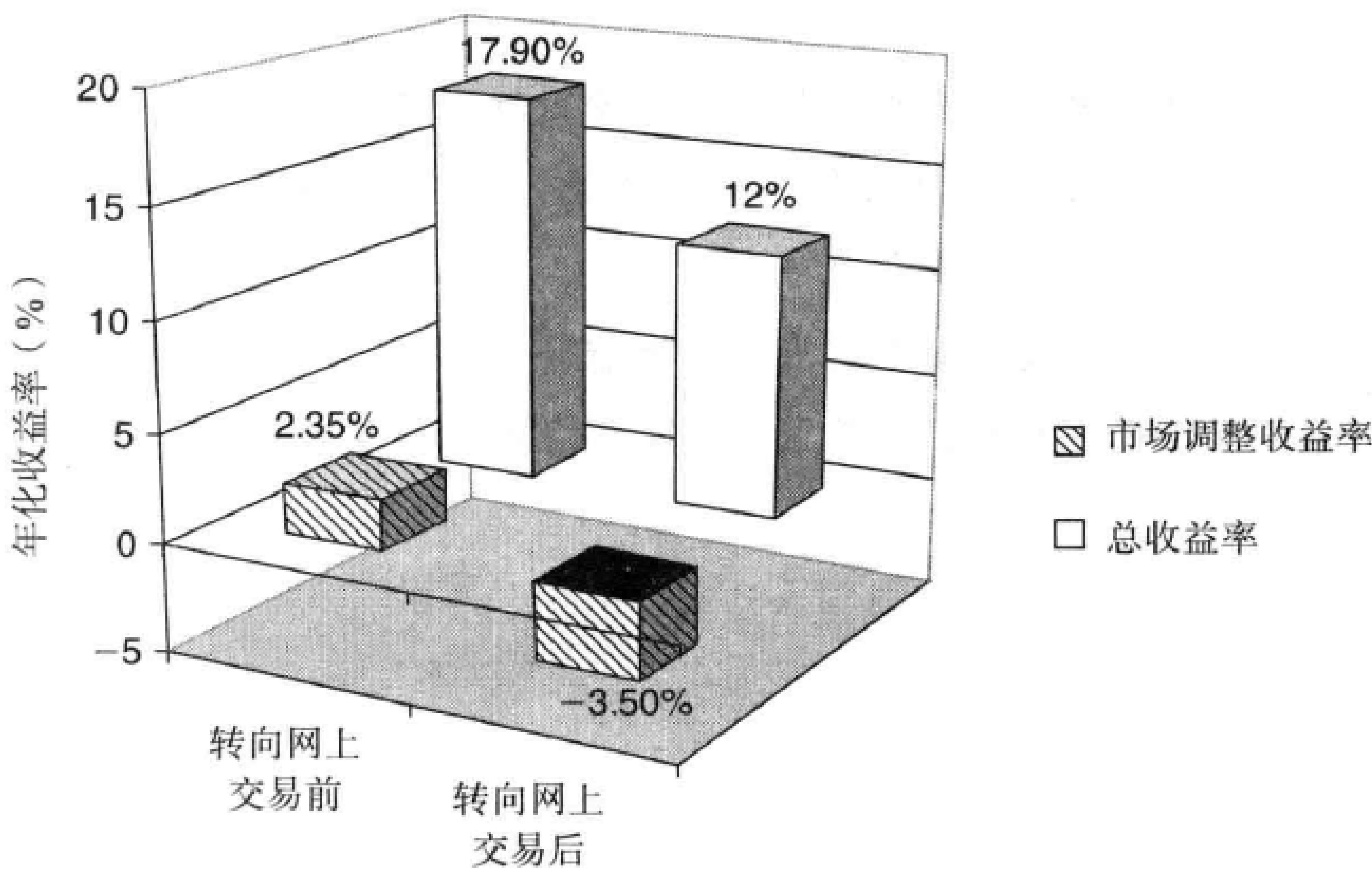


图 2-3 投资者转向网上交易系统前后的市场调整年化收益率和总收益率

由于控制错觉的存在，投资者在上网交易之前的优异表现会强化过度自信心理，这可能导致他们选择网上交易服务。不幸的是，网上交易的环境进一步加剧了过度自信，包括过度交易，最终的结果是投资者的收益减少了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

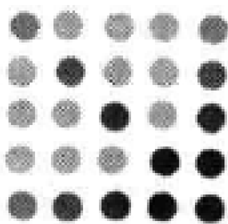
小结

个人投资者对于自己的能力、知识和对未来的预测会存在过度自信的问题。过度自信会导致过量交易，进而降低投资组合的收益。这种低收益源于大量频繁交易要支付更多佣金，以及投资者大多买入走势不如已售出的股票的新股票。过度自信还会导致投资者承担更大的风险，这是因为投资组合不够分散，投资者集中投入β系数高的小公司。最后，利用网上交易账户的趋势正在促使投资者变得比以往更加过度自信。

思考

1. 你认为投资者会在牛市还是熊市中变得越来越过于自信？为什么？
2. 如果投资者变得过度自信，那么该投资者在1995～2000年的投资组合可能产生怎样的变化？
3. 互联网如何让投资者觉得自己很有智慧？
4. 与线下经纪人相比，采用网上经纪服务是如何导致控制错觉的？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第3章
Chapter 3

自豪与懊悔

人们会避免那些事后会懊悔的行为，去寻求能让自己感到自豪的行为。懊悔是一种痛苦的情绪体验，产生于认识到自己之前所作决定是糟糕的；而自豪是一种快乐的情绪体验，来自于认识到自己之前的决定是正确的。

以买彩票为例。[1] 假设连续几个月里，你每周都在买同样的一组号码，至今未中奖，但这其实并不奇怪。这时，你的一位朋友建议你选另一组不同的号码，那么你会改选新号码吗？

显然旧号码与新号码的中奖机会相同。在这个例子里，存在两种导致懊悔心理的可能情形。一种情况是，你仍坚持买旧号码但新号码中奖了，这可以称为“忽略（不作为）的懊悔”。另一种情况是，你买了新号码而旧号码却中奖了，这种被称为“行动（作为）的懊悔”。那么哪一种会更让人痛苦呢？ 极有可能是弃旧买新的行为，因为你在旧号码上倾注了大量的感情资本，毕竟你已经坚持买了好几个月。因此，通常是作为的懊悔比不作为的懊悔让人更痛苦。投资者经常为采取了行动而后悔，却很少后悔没采取行动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

处置效应

避免懊悔及寻求自豪的心理倾向会影响人们的行为，但是它如何影响投资决策呢？两位金融经济学家赫什·舍夫林和梅尔·斯塔特曼对投资者决策心理行为进行了分析。[2]分析表明，正是这种避免懊悔、寻求自豪的心理导致了投资者往往过早套现盈利股票，而过久持有亏损股票。他们将之称为处置效应。

假设你想买入一只股票但手头上的现金不足，因此不得不出售另一只股票以筹资买新股。此时你手中有两只股票，可以卖出任意一只。自买入以来，A 股票已盈利 20%，而 B 股票亏损了 20%。你会卖掉哪只股票呢？如果你卖出 A 股票表明你认为原先买它的决定是明智的，套现并锁定利润会让你感到自豪。如果亏本卖出 B 股票，意味着原先的决定是错误的，这会让你痛苦。处置效应能够预测到，你将会出售已经盈利的股票，因为这会引发你的自豪感，让你避免遭受懊悔的痛苦折磨。

处置效应与财富

为什么说投资者套现盈利股票的行为多过卖出亏本股票是一个问题呢？ 这与美国的税收制度有关。征税的做法使得卖出亏损股票成为一个可使财富最大化的策略。套现盈利股票可使资本收益得以兑现，所以应缴纳税款，这些税款会减少收益。另一方面，卖出亏损的股票可以让你有机会减少纳税，因而也减少了损失。让我们再重新看一看前面提到的例子，假定资本收益税率为 15%（见表 3-1）。如果你持有 A 股票和 B 股票的头寸都是 1 000 美元，那么 A 股票的买入价应该是 833 美元，B 股票的买入价应该是 1 250 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3-1 资本收益与税收

	A 股票（美元）	B 股票（美元）
出售收益	1 000	1 000
税基	833	1 250
应税收益（亏损）	177	(250)
税收抵免（以 15% 计）	26.55	(37.50)
税后收益	973.45	1 037.50

如果你卖出 A 股票，可以得到 1 000 美元，但要缴纳 26.55 美元的税收，因此你的净收益为 973.45 美元。如果你卖出 B 股票，可以得到 1 000 美元，另外得到 37.50 美元的税收抵免（可以冲抵其他的资本增值税），那么你的净收益为 1 037.50 美元。如果税率高于 15%（例如在买进股票一年内兑现收益时的税率），卖出亏损股票的收益就更大。有趣的是，即便卖出亏损股票可以使财富最大化，处置效应仍预言大多数人会套现盈利股票。

避免懊悔及寻求自豪测试

对于投资者来说，大多数人是理智地卖出亏损股票，还是因为受到心理因素影响而倾向于套现盈利股票呢？ 一些研究结果证明投资者的行为与处置效应所预测的行为更接近（盈利套现）。这些研究一般可以分为两类：对股票市场的调查和对投资者交易情况的调查。

例如，史蒂芬·费里斯等人研究了价格改变后的股票交易量。[3] 如果投资者交易的目的是使财富最大化，那么他们就会出售亏本股票以获取税收抵免。此外，他们会避免卖出有价格收益的股票以较少纳税。所以，亏损股票的交易量要多于盈利股。

另外，投资者倾向于避免懊悔、寻求自豪，在此情况下，他们将继续持有亏损股票，而卖出盈利股票。所以，盈利股票的交易量高，而价格下跌的股票的交易量低。这与处置效应是一致的。

费里斯等人在分析中使用了一种方法，可以设定每一只股票的预期的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正常交易量。他们报告的结果中出现了非正常交易量的情况，即一种是低于正常水平的负的异常交易量，另一种是高于正常水平的正的异常交易量。他们调查选取了1981年11月至1985年1月在纽约股票交易所和美国股票交易所的30只最小型股票，并根据每个时点的百分比收益或损失进行分组，结果见图3-1。

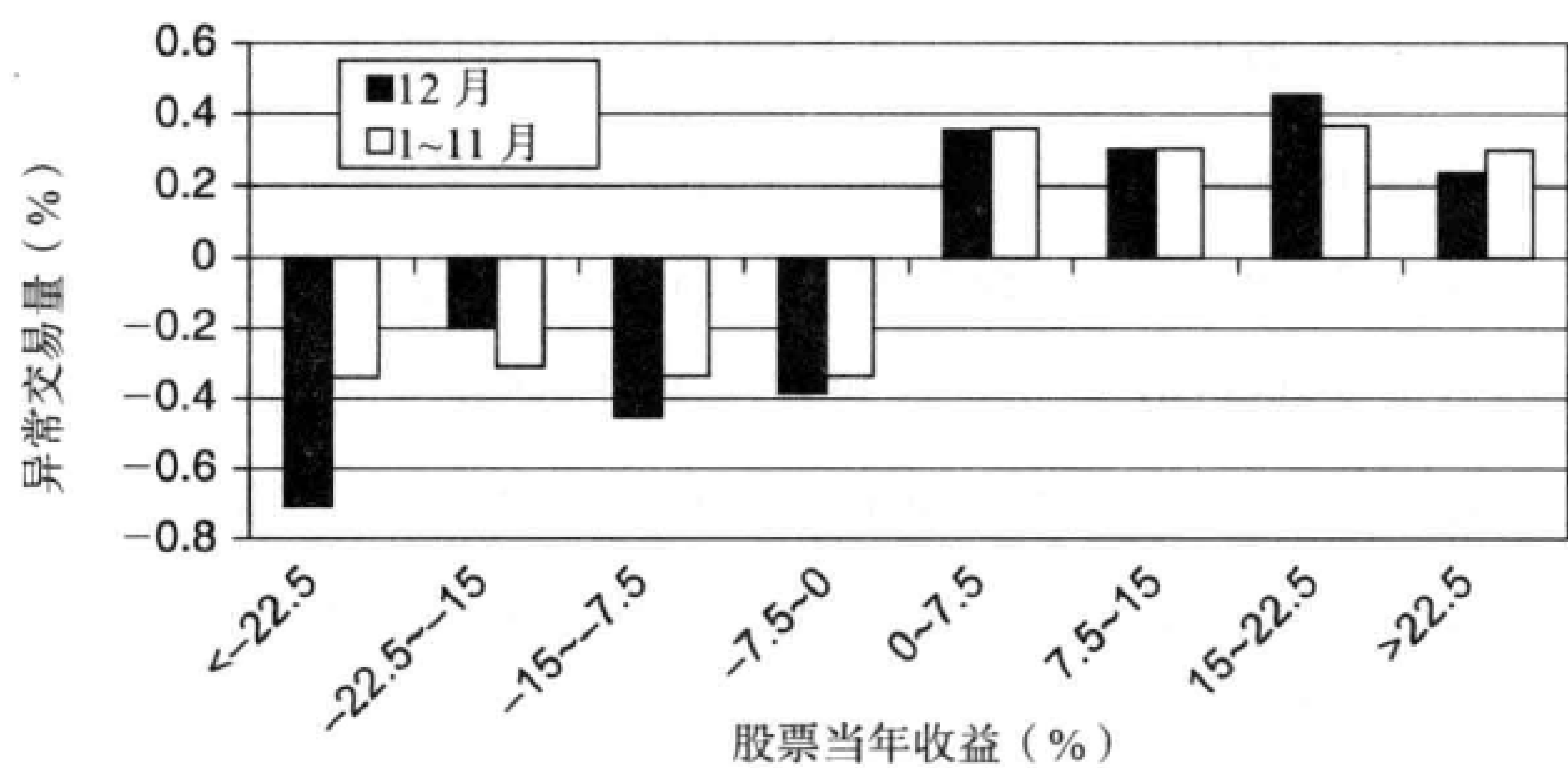


图 3-1 在亏损和盈利后的股票交易量

请注意，亏损超过22.5%的股票分在左边一组，从左往右，亏损逐渐减少，在图3-1的中部，那些股票无论盈利还是亏损，比例都不大。在最右边一栏是收益超过22.5%的一组股票。一般来说，盈利股票交易量超过正常水平，而价格下跌的股票具有比正常水平低的交易量。这个现象与处置效应是一致的。

这个分析是将12月的交易情况与其他月份的交易情况分开进行的，这是因为人们很明白在12月份卖出亏损股票获得税收抵免的好处。因此，与其他月份相比，人们更可能在12月采取财富最大化策略。然而，图3-1显示，投资者在12月里也会避免懊悔及寻求自豪，这种心理的影响几乎和其他月份一样。

其他一些研究也分析了个人投资者的实际交易和投资组合的情况。在较早的采用一家本国经纪行的交易数据的研究中，史拉鲍姆调查了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1964 ~ 1970 年进行的 75 000 轮回转交易。[4] 回转交易指的是将股票买进之后再将其卖出。

他们调查了股票持有时间和收益。投资者是否在股票亏损或盈利的时候就马上清仓抛售呢？我们来看看处置效应影响下的行为。如果你买了一只快速上涨的股票，你更倾向于快点卖掉它。如果你买的是一只正在下跌或者价格没波动的股票，你就更倾向于继续持有直到它上涨。因此，持有时间较短的股票一般是盈利股票，而长期持有的可能不是很成功的股票。图 3-2 表明持有时间少于 1 个月、1 ~ 6 个月、6 ~ 12 个月以及 1 年以上的股票的平均年化收益。该图显示投资者一般倾向于尽快兑现收益。在一个月内买入再出手的股票的平均年化收益率为 45%，而持有股票时间为 1 ~ 6 个月、6 ~ 12 个月和 1 年以上的股票的收益分别为 7.8%、5.1% 和 4.5%。这表明投资者一般会尽快卖出盈利的股票。

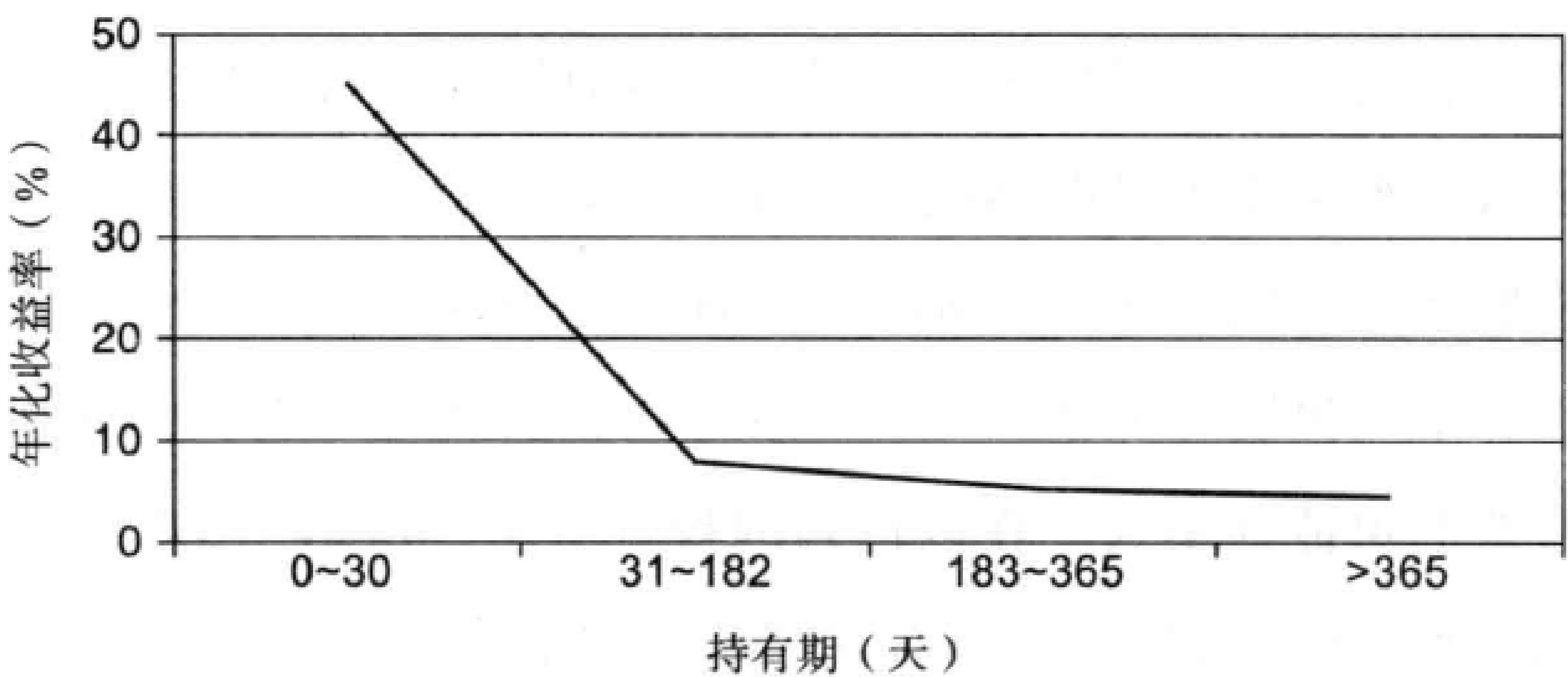


图 3-2 不同的投资持有期的年化收益率

再看一个较近期的例子。特伦斯·奥丁研究了一个全国性的折扣经纪机构 1987 ~ 1993 年 10 000 个账户的交易记录。[5] 对于卖出的每一笔交易，他都会记录投资者的投资组合账面盈亏金额。如果投资者卖出盈利股票，那么他就计算获得的盈利，再除以总的账面收益，得出该投资者通过出售股票所实现的收益的比例。如果卖出的是亏损的股票，那么计算的就是总亏损的比例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奥丁发现，如果投资者卖出盈利股票，这笔金额占到投资组合总收入的 23%。而当卖出亏损股票时，这笔金额占到投资组合账面浮亏的 15.5%。平均来看，投资者卖出盈利股票的可能性比卖出亏损股票要高出一半。

尽管看上去卖出有较高盈利股票的倾向较大，换言之，投资者通过实现较大的盈利能体会到更大的自豪感。但是在卖出亏损股票时并不是这种状况，[6] 投资者不愿意卖出亏损股票。无论亏损程度大小，这种不情愿的心理都是差不多的。懊悔的感受看上去是用亏损来度量的，而亏损的程度在避免懊悔这个问题上，所起的作用不大。

处置效应的国际测试

研究者发现处置效应很有说服力。芬兰、以色列和中国的投资者都显示了这种行为。格林布拉特和马蒂·科罗哈昱调查了 1995 ~ 1996 年芬兰投资者交易情况。[7] 他们发现前一周的大涨会明显增大投资者下一周出售股票的可能性。相反，如果股价大跌，投资者持有股票的可能性也会大增。他们还发现股票损益发生的时间越近（比较上周与上个月），卖出盈利股票、持有亏损股票的倾向越强。有趣的是，他们也发现金融机构受处置效应的影响几乎和个人投资者一样严重，尽管机构投资者与个人投资者相比，卖出亏损股票的可能性更大。在以色列的投资者中，祖尔·沙皮拉和依特扎克·委内泽亚发现个人投资者持有盈利股票的平均时间为 20 天，而持有亏损股票的时间为 43 天。[8] 投资者持有亏损股票时间是持有盈利股票时间的 2 倍！中国投资者也表现出兑现收益比亏损大，且持有亏损股票的时间要长 10 天。[9]

股市之外的处置效应

关于处置效应的大多数证据在全球各股票市场都有发现。避免懊悔、寻求自豪的心理在其他市场上有多大影响呢？一些研究发现，期货交易者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（交易农产品、债券、货币以及股票指数期货合约）持有亏损仓位的时间明显比持有盈利头寸的时间要长，而这些持有仓位较久的交易者赚的利润也更少。[10] 获得员工期权的企业经理在行权意愿方面也表现出了处置效应。[11] 在房地产市场，房主不愿意以比买入价更低的价格出售房屋。[12]

其中一个看上去不存在处置效应的领域是证券投资基金。一些研究发现，投资者更愿意卖出亏损的基金份额，而不愿意卖出盈利的基金份额。[13] 这种行为与避免亏损和处置效应正好相反。一个可能的解释是，投资者如果能够将亏损责任归于他人的话，那么他们就会不太介意出现亏损问题。如果投资者可以责怪基金经理或者投资顾问，懊悔感也会减弱。

兑现收益过快，持有亏损股过久

处置效应不仅预言了卖出盈利股票的现象，也指出了投资者过早卖出盈利股票及过长持有亏损股票的问题。这对投资者来说意味着什么呢？过早卖出盈利股票意味着股票在出手之后会继续上涨，持有亏损股票过久则说明这些下跌股票会继续表现不佳。

奥丁发现，投资者卖出的盈利股票在下一年一般会平均跑赢市场 2.35%，[14] 而投资者持有的亏损股票一般平均跑输市场 1.06%。投资者倾向于卖出那些会带来高收益的股票，而继续持有低收益的股票。

要留意的是，避免懊悔、寻求自豪的做法会从两方面损害投资者的财富。首先，由于投资者倾向于卖出盈利股票而不是亏损股票，这样就须缴纳更多税款。其次，由于投资者过早卖出盈利股票，过久持有继续表现不佳的亏损股票，所以其投资组合只能获得较低的收益。

马丁·韦伯和科林·凯默勒为学生设计了一种股票交易实验。[15] 在实验中，他们创造了六种可供交易的“股票”，然后给学生展示了每只股票的最近三次交易价位。他们设计让股价沿着趋势变化，也就是说，价格上涨的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票可能继续上涨，而价格下跌的股票可能会继续下跌。每只股票未来可能出现的价格已经告知学生。根据实验规则，亏损的股票应该卖出，而盈利的股票应该继续持有（与处置效应正好相反）。与财富最大化策略相反，学生们倾向于在股价低于买入价格时只卖出很少股票，当股价高于买入价格时股票的交易量较大。结果仍然表现出处置效应。

处置效应与消息

一项研究对 1990 年 11 月至 1991 年 1 月纽约股票交易所 144 家公司里个人投资者的所有交易活动进行了调查。[16] 这项研究特意调查了投资者如何对与公司和经济状况相关的消息作出反应。结果表明，有关公司的消息主要影响该公司的股票价格，而与经济相关的消息则会对所有的公司产生影响。关于公司的好消息会促使股票价格上涨，这会诱使投资者卖出（盈利股票）；有关公司的坏消息则不会出现这种情况（而是持有亏损股票）。这与避免懊悔、寻求自豪是一致的。

然而，有关经济状况的消息却不会促使投资者进行交易。虽然好消息会使股价上涨，而坏消息会使股价下跌，但这些消息不会导致投资者卖出股票。事实是在获悉有关经济的好消息时，投资者反而比往常更不愿意卖出盈利股票。这个现象与处置效应不一致。

这个现象展示了懊悔情绪的一个有趣特征。当股票亏损时，如果亏损可能与投资者的决策失误有关，他们就会感受到比较强烈的懊悔情绪；然而，如果投资者将亏损归因于一些他们无法控制的因素，那么懊悔情绪就会轻一些。[17] 例如，如果你所持有的股票下跌而整个股市上涨，就意味着你的选择是糟糕的，这样你的懊悔情绪就会比较强烈。但是，如果在股市下跌的时候，你所持有的股票也在下跌，那么这就不是你可以控制的因素，因而你的懊悔情绪也就不会那么强烈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在得知与公司相关的消息时，投资者的行为与处置效应是一致的，因为他们的懊悔情绪比较强烈，但是对与经济相关的消息，因为个人无法控制那些结果，投资者的懊悔情绪也就没有那么强烈，造成了与处置效应的预测不一致的行为。

参考价格

获得收益的愉悦和遭受损失的痛苦是人类行为的强大推动力，然而，要想判断某些投资的盈亏可能并不容易。例如，鲍勃以50美元的价格买入一只股票，该股票在当年年底的市场价达到100美元，此时鲍勃为了记录和确定自己的净资产，并监控自己达到财务目标的进度情况，对自己的投资头寸进行了重新审查。六个月后，鲍勃以75美元的价格出售股票，这样他每股赚了25美元，但是与上年年底就卖出股票相比，每股少赚了25美元。显然，他赚了每股25美元利润。然而，在这种情况下，他觉得自己赚钱了还是亏损了呢？

这个问题与参考价格有关。参考价格指的是我们用股票现价与之作比较的那个股价。股票现价为每股75美元，那么参考价格应该是每股50美元的买入价格，还是年末的每股100美元的市场价格呢？选择参考价格具有重要意义，因为它决定了我们感受到的是获得收益的愉快情绪，还是遭受损失的痛苦情绪。

首次上市发行是展示参考价格的重要性的一个例子。马库·考斯迪亚考察了IPO过程中价格分别高于和低于首发价的股票交易情况。[18] 对于股票交易，必须要有一个卖方。处置效应认为投资者更愿意卖出盈利股票而不愿出手亏损股票。所以，对于价格超过发行价的股票而言，由于已经取得盈利，受处置效应的影响，其交易量应该较大。他发现对于那些价格低于发行价的股票，投资者不愿意卖掉这些亏损新股。价格高于发行价的股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的交易量较大，说明投资者更愿意通过出售快速兑现收益。实际上，股票收益越高，交易量也越大。

早期有关投资者心理的调查是将买入价假定为参考价格，IPO 因此成为最佳的测试，因为那些在上市第一天卖出股票的投资者都知道买入价是多少，容易作出判断。然而，投资者审视并记得其投资表现的时间在一年以上，如果买入的时间是在很久以前，那么投资者倾向于采用一个时间较近的价格作为参照点。

近期的哪一个股价作为参考价格呢？ 有可能被选为参考价格的是上一年的股价平均值或价格中位数。此外，媒体通常都会公布 52 周最高价格和 10 周最低价格。最近的一项研究表明，投资者会将 52 周最大值作为参考价格。[19]

对于个别股票来说，有一个有趣的关于股票期权行权的调查提到了参考价格。[20] 在基本价值之外，股票期权还有一个来自行权价与当期价格不同产生的溢价。换言之，价外期权具有正的价值。这个溢价在期权到期时会减小为零。由于溢价的存在，在期权到期前行权的做法几乎从来算不上较好的选择。如果交易者想锁定收益，那么卖出期权会比行权获得股份的做法受益更大。但是，艾伦·波特士曼和维塔利·塞宾发现，在交易所交易的股票期权存在早期被大量行权的现象，这种情况通常发生在期权到期日前的几个月。是什么原因促使投资者选择了这种非理性行为呢？

他们发现，当股价达到或者超过了 52 周高点时会出现一个引发这种行为的因素。这说明近期的最高股价对于投资者而言是一个重要的参考价格。事实是这确实是一个投资者非常重视的参考价位，一旦股价攀升超过了这个价格，投资者会迫不及待地套现以锁定收益。他们中的某些人甚至会不理性地行权。看上去这个问题其实是可以避免的。折扣经纪行的客户所进行的非理性交易要比那些传统经纪行的客户更多，而专业投资者不会犯这样的错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考点调整

在前面的那个示例中，鲍勃会采用哪个价格作为参考价格？是买入价 50 美元，还是最近一年的收盘价 100 美元，或者是其他某个价格？换个说法，投资者会随着时间改变而调整他们的参考价格吗？

答案是肯定的，投资者确实会随着时间改变而调整参考价格，这种过程类似于处置效应！看看第 1 章展示的期望理论中的效用函数的图形。在鲍勃的股票已经有 50 美元浮盈之后，他对此非常满意。看上去投资者能够通过简单地更新参考价格，继续持有股票并锁定盈利的快乐。有一篇论文通过调查考察了这种可能性，研究者向人们提问第二次价格涨多大幅度才会得到和前一次盈利一样多的快乐。[21] 通过将答复与期望理论的效用函数作对比，作者可以得出有多少投资者在股价上涨后改变了他们的参考价格。关于股价下跌的情况也进行过类似分析。

研究结果是与期望理论一致的。根据效用函数的图形，投资者如果有过两次各 50 美元的收益，就会比获得一次 100 美元的收益更快乐。这从一个方面解释了处置效应。投资者为了感受快乐而迅速卖出盈利股，再把钱投入另一个交易去获利。看上去投资者在盈利之后会更新参考价格，并将持有的股票看作一个新的交易。同样可以据此分析亏损后的痛苦感受。投资者试图继续持有亏损股而将懊悔减到最小，以免陷入负面情绪之中。那么亏损的情况下，是如何影响到参考价格的呢？投资者不愿意像在盈利时那样更新参考价格，从而让痛苦情绪积累下来。这就是该项研究的结论。人们对于盈利股要比对亏损股更乐意改变其参考价格。

回到鲍勃的例子，由于他在年底对投资作估值的时候，会将参考价格更新为 100 美元，因此他可能会觉得亏了钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

处置效应是否会影响市场

辛格尔和徐研究了共同基金的投资组合和交易情况。[22] 如果很多投资者都受到处置效应的影响，那这会对市场价格产生影响吗？安德里亚·弗拉兹尼提供证据认为确实会有影响。[23] 考虑一只股票的价格上涨使许多投资者获得了资本收益的情况。如果该公司发布好消息（如巨额盈利），那么卖出套现行为会暂时抑制股价升到本该达到的更高价位。从这一较低价位来看，后续收益会更高。这种价格模式被称作对消息的反应不足，或者是公告后的价格漂移。弗拉兹尼指出后者主要发生在有浮盈和浮亏的股票上。

弗拉兹尼首先分析了股票投资基金持仓情况，也发现处置效应。事实上，即便是表现最差的基金经理，也不愿意对亏损股清盘止损。为了评估每只股票未实现收益（或亏损）的数额，弗拉兹尼计算了基金的平均成本，也就是与股票现价作比较的参考价格。现价高于它则被认为是带有未实现资本收益的盈利股票。在发布好消息之后，会出现大幅价格上涨，出现大量浮亏；在发布坏消息之后，会出现大幅价格下跌，出现大量浮亏。这个模式与处置效应一致。投资者迅速卖出盈利股票，抑制了股价上涨到新的水平。处置效应影响下的投资者也通常不愿意卖出亏损股票，这样就导致了对相关公司的负面消息反应不足。

处置效应与投资者老练度

回避损失和处置效应会影响到所有投资者吗？我们可以学会避免它吗？希望我们在学习了行为偏差之后，能够在投资方面更精明，避免这类问题的出现。实际上，老练的投资者在回避损失和处置效应方面做得比经验少的投资者更好。例如，获得较高收入的投资者比那些收入较低的投资者表现出程度较弱的处置效应。以投资为业的人比非专业投资者表现出的处置效应更弱。[24]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专业投资者也会表现出处置效应吗？整体上讲，答案是肯定的。正如前面所述，专业的期货交易员、股票投资基金经理以及其他基金经理倾向于比止损更快地兑现收益。这是因为亏损头寸在未来会有比盈利头寸有更好的表现吗？还是因为这些头寸会给基金经理带来情感沉没成本？金和舍碧娜似乎认为答案是后者。他们研究了当股票投资基金更换新的投资组合经理时的变化情况，发现新经理对于接手的头寸没有回避懊悔的心理，相比其他股票基金和表现好的头寸而言，他们会更快地卖掉表现不佳的头寸。[25]

买回之前卖出的股票

存在一种看似背离了传统金融理论的投资行为，即投资者倾向于卖出一只股票之后再买回它。事实是投资者经常不断买进卖出同样一只股票。在这种重复买卖行为中，懊悔心理扮演了一个角色。对已完成的交易的收益感觉开心的投资者想重现这种愉悦体验，因此会再次购买同样的股票。而不愉快的交易体验会被避免重现，所以那些带来懊悔情绪的股票不会被买回来。

特伦斯·奥丁和布莱德·巴伯、米沙尔·安·斯特拉列维茨共同对这种行为作出了解释。[26]他们展示了股票被售出之后情绪的表现过程。如图 3-3 所示，股票出售后产生的情绪受到两个因素的影响——交易利润以及出售后的股价变化。当投资者以亏损价卖出时，懊悔的负面情绪是非常令人痛苦的，以至于不会有任何愿望去买回那只股票。

一朝被蛇咬，十年怕井绳。你可能会认为卖出盈利股会让人产生正面情绪，尽管情况确实是这样，这种情绪维持的时间很短，而且受到股价随后如何变化的影响。如果价格继续上涨，那么快乐的情绪开始转变成懊悔，投资者会后悔自己卖得太快了。在开始的快乐和稍后的懊悔之间，负面情绪弥漫其中，因此也就不会重新买回。然而，当一只股票被售出而股价随

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后下跌，投资者会因获利和把握了最佳的卖出时点而感受到双倍的快乐。他们更可能再次买回这只股票。

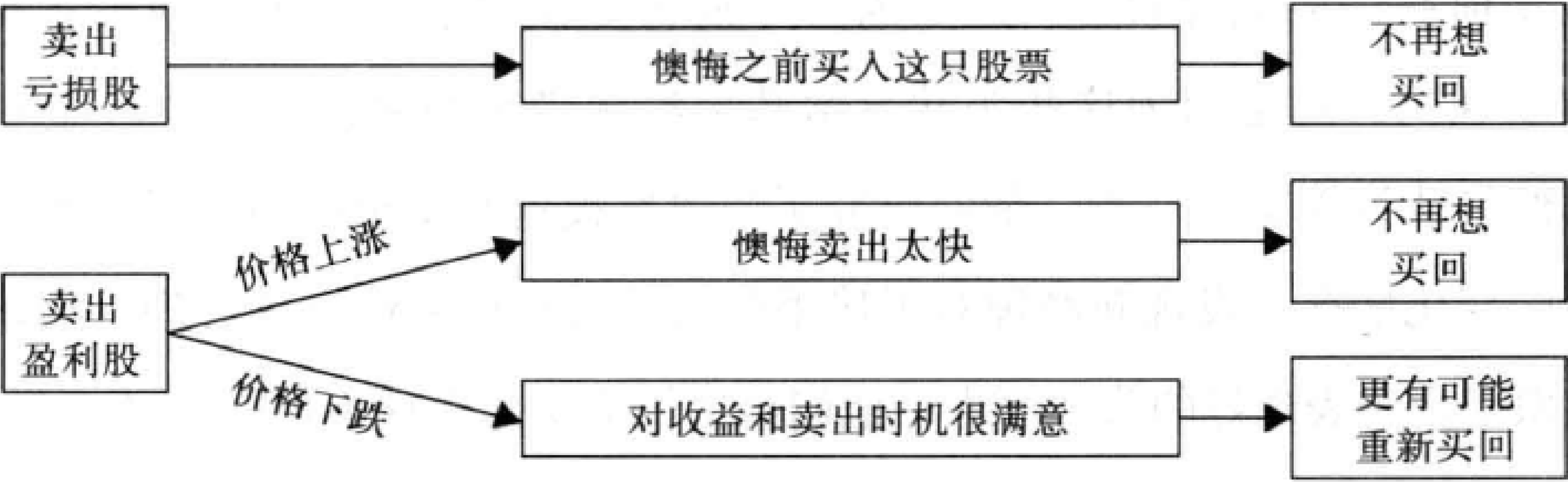


图 3-3 买回先前卖出股票的机理

在研究了 1991 ~ 1999 年投资者的实际交易情况后，他们发现重新回购之前卖出的股票的频次与在之前交易中体验到的情绪是一致的。与亏损股票相比，如果一只盈利股票在卖出之后股价下跌了，出现投资者重新购回的情况要多 3 倍。这真可谓“一朝被蛇咬，十年怕井绳”。

小结

人们会采取行动（行动可能失败）去避免懊悔、寻求自豪，这就使得投资者过早卖出盈利股票而过久持有亏损股票——这就是处置效应。这种行为从两方面损害了投资者的财富。首先，由于出售盈利股，他们需支付高昂的资本利得税。其次，由于那些被出售的盈利股不久之后继续上涨，而那些持有的亏损股后续表现仍不佳，导致投资者只能得到较低收益。处置效应可以在投资者交易、市场成交量以及诸如房地产和衍生品交易市场上观察到。一项避免处置效应发生而影响到你的经验法则是“砍掉亏损，让盈利奔跑”。

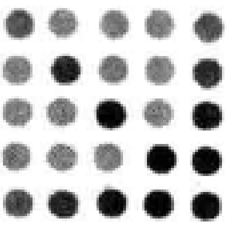
思考

1. 考虑一位投资者的声明：“一旦这只股票的价格回到了当初我买入的价格，我就抛掉它！”请描述本章中哪种心理偏差会影响该投资者的决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 投资组合中持有的股票数量如何影响处置效应?
3. 处置效应会对财富产生怎样的影响?
4. 处置效应如何影响到市场价格?
5. 投资者总是频繁重新买入他们之前持有后来又卖出的股票。请解释哪类股票他们更有可能重新买回?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 4 章
Chapter 4

风险感知

一个人如果不能平静地面对损失，就有可能涉足本来不会参与的赌博。

——卡尼曼和特韦尔斯基[1]

让我们一起看一个抛硬币的赌博游戏：如果是正面赢 20 美元，如果是反面就输 20 美元。你愿意赌一下吗？ 顺便说一下，之前你已经赢了 100 美元。那么现在你愿意赌吗？ 在发现自己之前已经赢了钱的情况后，你的回答是否变了呢？ 如果你之前已经输了 20 美元又会怎样呢？ 不少人会在一种情况下选择参与赌博，而在另一种情况下则会拒绝参与。在不同情境下，20 美元的赌注是不变的，所以赌博的预期值是一样的，风险和收益也没有改变，在这两种情况下，一定是人们对风险的反应发生了变化。

人们对风险的认知似乎是不断改变的。在评估当前的风险决策时，过去的结果是一个重要因素。简言之，在赢得收益之后人们会愿意承担更大风险；相反，在遭受损失之后则不太愿意再冒险。为了解释这种行为，理查德·塞勒和埃里克·约翰逊找了 95 名经济学本科生，让他们用现金玩一种分两步进行的赌博游戏。[2] 第一步，让部分学生赢钱，而让其他学生输钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二步，询问学生是否愿意继续参加赌博游戏。他们发现了赌资效应、风险回避效应和翻本效应，接下来的部分将讨论这几种效应。

赌资效应

在人们获得收益或利润之后，他们愿意承担更大的风险。赌博者会有用赌场的钱赌博的感觉。在赢了一大笔钱之后，赌博新手不会将赚来的钱看作全部是自己的钱。你用谁的钱会更愿意冒险，是对手的还是自己的呢？ 因为赌博者不会将赢来的钱与自己的钱混为一谈，他们似乎觉得是在用赌场的钱去赌。

你正好已经赢了 15 美元，现在你有机会在抛硬币游戏里下注，赌注是 4.5 美元，你会下注吗？参与活动的经济学本科生中 77% 的人下了注。在刚刚赢了 15 美元意外之财后，大多数学生愿意冒险。相反，如果在没有赢 15 美元的情况下让他们选择，只有 41% 的学生愿意参加赌博游戏。在赢了意外之财后，即便是那些平时不愿冒险的人也更愿意承担更大的经济方面的风险。

风险回避效应（蛇咬效应）

在遭受了经济上的亏损后，人们会变得不太愿意冒险。在已经输了钱之后，人们通常选择不参与赌博。这次让先前输了 7.5 美元的学生选择是否下注 2.25 美元参与抛硬币游戏。这次，大多数（60%）的学生拒绝了。输了钱之后，那些学生可能会有“一朝被蛇咬”的感觉。

蛇不经常主动攻击人，一旦被蛇咬到，人们会变得更加小心谨慎。类似地，当有些人不幸亏损了钱财之后，他们经常会认为祸不单行，所以会设法规避风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

翻本效应

赌输了的人也并非总是回避风险。人们通常寻找机会弥补之前的损失。在输钱之后，有不少学生愿意选择以“要么赢双倍，要么全输”的方式玩这个游戏。事实上，即使得知这种游戏不公平，大多数学生仍然愿意参与。也就是说，尽管那些学生知道赢的机会还不到 50%，但他们还是愿意冒险。翻本的需求似乎比风险回避效应的影响更大。

翻本效应的另一个例子可以在赛马场上看到。在头一天赌马输钱之后，赌博者可能更愿意参与赔率高的赌博。[3] 1 赔 15 的赔率意味着如果你赌马赢了，下注的 2 美元就可以赢回 30 美元。当然，在这种赌局中赢的机会是很小的。与比赛刚开始的时候相比，人们似乎更愿意在临近比赛结束时选择在高赔率赌局下注。看上去人们似乎不愿意在赛马日过早去冒险。不管是当天赢钱的人（赌资效应）还是输钱的人（翻本效应），他们都更可能去冒这种险。前者是因为觉得自己是用赌场的钱玩，后者想抓住这个机会翻本，同时又不用冒太大的风险。之前没有大赢或大输的那些人则倾向于不去冒险。

在一个全球非常流行的电视节目中经常可以看到愿意冒风险的情况，这个节目名为“赌还是不赌”。在节目中，挑战者自己挑选手提箱，里面的钱数目不详。这位挑战者打开 26 只手提箱中的 6 个，然后这些箱包会被拿走。在这个节目的美国版里，手提箱里的钱的数额从 0.01 美元到 1 000 000 美元不等。拿走 6 个手提箱后，剩下的 20 个手提箱里钱数分布会有变化。此时挑战者会得到一个提议，他可以拿一笔明确数额的钱然后退出比赛，那么他是会拿着“确定可以到手的钱”离开，还是会选择继续赌一把呢？假设赌博游戏的预期值是 50 000 美元，而提供给挑战者的是 30 000 美元，注意这笔稳赚的钱相当于赌博预期值的 60%。高度厌恶风险的挑战者可能会拿钱走人，而不那么厌恶风险的竞争者则会继续玩下去——打开更多的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

手提箱。打开钱更多（或更少）的手提箱，将降低（或提高）比赛方下一轮为挑战者提供的钱数。

有关"赌还是不赌"节目的一篇分析指出，挑战者表现出厌恶风险的程度取决于他们此前得到的结果。[4]具体地说，如果一名挑战者不幸打开一个装了很多钱的手提箱，那么提供给他让其选择是否继续玩的钱数就会比前一笔少，因为挑战者锚定的是前一笔钱的数额，此时对他而言就像是亏了钱一样。在这种情况下，极少有挑战者会拿了钱结束游戏，而是选择继续赌，试图追补回来或者至少打平。再回到先前50 000美元的赌博预期值，假设剩下的两个手提箱里分别装有100 000美元和0.01美元，如果提供一笔可供选择的稳定收益是60 000美元，结果会怎么样呢？尽管其他情况都不变，几乎所有人都会选择拿走60 000美元，而不愿继续冒险得到比预期值低的回报。如果其他情况变了，而且最后那笔提供的钱也加多了，比如说90 000美元，翻本的欲望会促使挑战者选择继续赌一局。在看到期望的回报（也就是接下来提供的这笔钱）发生变化后，他们似乎更愿意冒险了。

最后，让我们看看芝加哥期货交易所里全职从事国库券期货合同买卖的专业交易员的行为。这些交易员通过持有风险头寸及提供做市商服务获取利润，所有头寸通常在一天结束时平仓。对于这种关注当日获利的交易，当早上亏损之后，这些交易人在下午会怎么做呢？乔舒亚·科沃和泰勒·舒姆韦对426名此类交易员在1998年所做的交易进行了调查发现，如果早上亏损，交易员下午就可能提高冒险程度以期弥补亏损。[5]另外，这些人也更可能与其他专业交易员进行交易（而不是做投资者提交的市场订单）。这些交易基本上最后都是失败的。这解释了投资者在遭受亏损之后行为可能表现出不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对投资者的影响

赌资效应预言投资者在结清一笔获利的头寸之后，更可能买入高风险股票。换言之，通过卖出盈利股票获得并锁定利润之后，投资者更可能购买风险较大的股票。玛西摩·玛萨和安德烈·斯米诺夫研究了瑞典家庭持有股票和房地产的数据。[6]他们发现某一年如果获得了较多资本收益，会出现接下来一年风险承受度更高的情况。这与赌资效应是一致的。而亏损会引发对风险认受度降低，这就是回避风险效应。他们的发现对拥有房产和股市收益的各财富等级的人都是适用的。

回避风险效应也可以在其他方面对投资者产生影响。新的或保守的投资者可能想去“股市试水”。对长期投资者来说，在投资组合中加入一些股票不仅可以分散投资，还可以获得更高的预期收益。然而，如果那些股票的价格迅速下跌，股票投资新手可能会觉得像被蛇咬了。比如一名年轻的投资者第一次炒股，他以每股 30 美元的价格买入一家生物科技公司的股票。3 天之后，股价跌至每股 28 美元，他惊慌失措地抛掉了那只股票。后来该股上涨至每股 75 美元，但是他已经害怕再涉足股市了。[7]

禀赋效应（现状偏差效应）

通常情况下，人们希望以比买入价更高的价格出售一件物品，这就是禀赋效应。[8]与此紧密相关的行为就是人们倾向于保有自己的东西而不愿意进行交换，这就是现状偏差。[9]

经济学家通过在自己的学生身上试验检验了禀赋效应，一个普通试验就是给班上一半学生相同的东西，如咖啡杯。接着创造一个市场，让那些不需要杯子的学生可以将杯子卖给那些需要但没有的学生。传统的经济学理论预言会出现一个市场出清价格，这样半数的咖啡杯就可以转手，也就是说，拥有咖啡杯的那一半学生会将杯子卖给另一半没有的学生。然而，通过反复试验发现，有杯子的学生通常的叫价是那些没有杯子学生出价的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两倍。结果，实际上能卖出的杯子很少。经济学家在这些拥有此类交易经验的学生中，用不同的物品反复做了试验。[10]

是什么导致了禀赋效应呢？是人们高估了自己所拥有物品的价格呢，还是与自己的东西分开会产生太多痛苦呢？让我们看下一个试验。[11]学生们被要求按吸引力大小对六种奖品进行排名，较缺乏吸引力的奖品是一支钢笔。于是实验者将钢笔给了全班一半的学生，其他学生可以在钢笔和两根巧克力棒之间选一个自己喜欢的，其中24%的学生选择了钢笔。先前发了钢笔的学生如果愿意，可以用它去换巧克力棒。虽然大多数学生将巧克力棒排在钢笔前面，但是发了钢笔的学生中仍有56%的人不愿意交换。这样看来，人们似乎并没有高估自己拥有物品的价值，而是因为他们觉得放弃自己的东西更痛苦。

这种禀赋效应在正常参与现实市场交易的人身上也普遍存在。例如，在一个体育卡秀上，约翰·李斯特用收集到的卡尔·瑞普肯和诺兰·莱恩垒球纪念品在顾客和经销商之间进行了交易试验。[12]他还在爱普考特中心的收藏品市场做了同样试验。这些参与者都比较熟悉交易市场，然而在得到一件收藏品后，很少人愿意用其交换同等价值的其他收藏品。李斯特发现越有经验的交易者，受到禀赋效应的影响也越小。

禀赋效应对投资者的影响

禀赋效应或现状偏差效应是如何影响投资者的呢？人们有一种倾向就是保持自己既有投资。例如，威廉·萨缪尔森和理查德·泽克豪瑟让学生们想象自己刚刚继承了一大笔钱，他们可以将其投向不同的投资组合，可供选择的范围包括中等风险的公司、高风险公司、国库券或市政债券。[13]

对于这个问题，他们采用了许多不同版本的问法。在一些问法中，受试者被告知那笔遗产早先已经投入了高风险的公司。在另外一些问法中，遗产是以其他的投资形式出现的。有趣的是，遗产获得时的形式会对受试

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者作出的投资组合选择产生显著影响。如果继承的遗产已经投入到高风险的公司，那么选择继续投资高风险公司的人就更多。国库券也是一样。显然就组合的预期风险和收益而言，国库券和高风险公司是非常不同的，但是受试者受到现状的影响要远远大于他们自己的风险－收益目标。金融顾问告诉我，他们的客户通常愿意从年末奖金中拿出 10 万美元投资股市，而从继承的遗产里拿出同样多的钱，一般只会去买存单。他们说："我不能用那笔钱来冒险，那是我父母辛辛苦苦才赚来的！"

随着供投资选择的项目增加，现状偏差的影响也增大了，也就是说，制定决策越复杂，测试者就越可能选择什么也不做。在现实生活中，投资者的选择包括成千上万的公司股票、债券和股票投资基金。所有这些选择可能会让一些投资者感觉不知所措，结果他们往往选择避免作出改变。但在投资出现亏损之后，这就变成一个特别的问题了，卖出亏损股票会产生懊悔情绪（见第 3 章）并遭受失去自己拥有的东西的痛苦。

投资风险感知

投资行业是如何衡量风险的呢？投资者在作投资决策时采用什么样的风险标准呢？行业标准与个人偏好是完全一致，还是相互有关联呢？无论对投资行业、金融顾问还是对丰富我们对投资者行为的知识来说，这些问题的答案都非常重要。

虽然投资行业侧重于将标准差作为风险的主要衡量标准，投资者则会去找其他的有用工具，比如亏损概率，或者是潜在损失的规模。为了模拟一个类似投资的决策过程，有人做过一系列的赌博试验。让我们看看这样一个赌博，你有 50% 的机会赢 200 美元，50% 的机会输 100 美元。如果重复 50 次玩这个赌博游戏，结果会怎样分布呢？有什么样的风险呢？

在重复一系列类似赌博的游戏过程中，要求参与者分别评估结果的标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准差、亏损概率和亏损的平均规模。另外，要求每个参与者用 1 ~ 100 的数字为这一系列重复进行的赌博游戏确定风险等级。[14] 受试者大大高估了亏损的可能性，且对亏损后的损失级别也难以作出准确评估。在出现损失时，受试者严重高估了亏损概率，在评估平均损失方面也存在困难，他们对标准差的估计也做得很差，然而未发现存在系统性的高估或者低估的情况。显然，人们难以量化风险，调查显示参与者对这些风险的评级与亏损概率和亏损规模是正相关的。这说明了投资者确实将这些风险的衡量与其风险评级混为一谈了。不幸的是，对于投资行业来说，标准差与对风险的判断之间不存在相关性。

总之，人们通常不能对结果分布的统计数据作出评估，所以，人们作出停止投资的决策时，可能并不知道其行为将带来的后果。

记忆与决策

由于回忆是对现实和情感经历的感知，因此它并不是对一件事情的真实记录。这种感知受到事件展开方式的影响。大脑在记录事件的过程中能够储存各种不同的经历，这些存储的经历就是后来回忆的基础。

记忆具有适应能力：它决定了过去经历的某个场景在将来是渴望被记起还是尽量被避免。例如，如果你记得经历过的某一糟糕事件（实际可能没那么糟），你就可能会尽力避免类似经历。相反，如果你记得某件好事（也可能实际没那么好），你就会努力寻求相似的经历。因此对过去经历的不准确的感知可能导致作出错误决策。

记忆与投资决策

记忆也会影响投资者。股票的价格形态会影响到投资者未来作出的决策。看看投资者买入 2 只股票的例子，其中一只是生物科技公司，另一只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是医药公司，价格都是100美元。次年，生物科技公司的股价慢慢下跌到75美元，而医药公司的股价起初一直保持在100美元，直到年末几天，才突然跳水跌到80美元。

即便两只股票亏损的方式不同，生物科技股在这一年的表现还是要比医药股差，前者经历了缓慢下跌，而后者是在最后时段大幅亏损。这种最后的巨额亏损的记忆带来了很强烈的精神痛苦。而缓慢亏损的记忆带来的痛苦要小得多。即便生物科技股（缓慢下跌的股票）的表现再差一点，情况也还是如此。所以投资者在这一年对两只股票作决策的时候，可能会对医药股产生过度悲观的看法。

同样的情况也发生在令人愉快的经历中。人们对具有愉悦高潮和结果的经历会感觉更好。我们来看看这两只股票的价格上涨的情形。在一年之中，生物科技股慢慢上涨到125美元，而医药股突然在年末快速大幅上涨到120美元。投资者对这两件事的记忆是觉得医药股更出色，尽管其股价涨得还没有另一只高。

认知失谐

心理学家已经对特定的记忆次序问题做了不少研究。人们通常会把自己看作“聪明且善良”的人，与这一形象矛盾的证据引发了两种看上去截然相反的观点。例如，假设你很愿意把自己设想成一个好人，但是你对过去某个行为的记忆却提醒你其实没有那么好。你心里会觉得不舒服。心理学家将这种感受称为认知不谐。简言之，认知不谐意味着大脑在和两个对立的想法斗争：我很好，但是我不好。为了避免这种心理痛苦，人们倾向于忽略、拒绝或者最小化任何与其自我正面形象产生冲突的信息。无法否认的证据会导致观念上的改变。[15]

人们的信念可以改变并与过去的决策保持一致。我们希望自己作出的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决定是正确的。例如，在赌马人估计其赛马取胜率的调查中，下注后离开投注窗口的人比那些观望中还没下注的人更相信自己选中的马跑赢的机会较高。[16] 在下注前，赌马人对取胜的机会的估计比较犹豫不定。而在下注之后，他们的信念变得和自己的决定一致了。

规避认知失谐会从两方面影响到决策过程。首先，由于在面对这种不协调时的不适感，人们可能无法作出重要决定。例如，当考虑要为将来退休生活储蓄的时候，一些年轻人脑中会浮现出一个低收入的孤立无助的形象。为了避免在自我良好形象和未来完全相反的形象之间的心理冲突，他们会完全回避存钱养老。其次，新信息的过滤限制了我们评估和监控投资决策的能力。如果投资者忽略了负面信息，他们又怎能意识到调整其投资组合的必要性呢?

认知失谐与投资

投资者试图通过调整对既往投资选择成功的看法来减少心理痛苦。例如，在某个时点上，投资者会作出购买股票投资基金的决策。过了一段时间，有关基金表现的信息要么肯定了购买基金的行为，要么提出质疑。为了减少这种认知失谐，投资者的大脑会过滤或减少负面信息，而保留正面信息。投资者对过去表现的回忆往往比当时的实际情况要好，换句话说，你认为自己是个好的投资者，那么你对过去投资表现的回忆就会调适到完全符合自己的形象。不管实际表现如何，你总记得自己做得很好。

威廉·戈茨曼和纳达夫·皮勒对投资者的事后回忆做了研究。[17] 他们对于投资者在前一年股票基金上的收益问了两个问题：一是，去年的收益是多少？ 二是，你去年跑赢了市场多少？ 请注意，这个问题问的都是实际业绩和相对的业绩表现。如果投资者没有受到上述认知偏差的影响，那么他们回忆的业绩均值应该与实际表现一致。

戈茨曼和皮勒向两组投资者提出了以上问题。第一组由建筑师构成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建筑师是受过高等教育的专业人士，但是他们对投资却未必了解。12 名建筑师对他们年金计划账户上的 29 项投资作出了回答，图 4-1 显示的是建筑师在回忆中的错误。平均来说，他们对自己投资收益的回忆比实际收益要高出 6.22 个百分点，他们认为自己比实际表现要好得多。

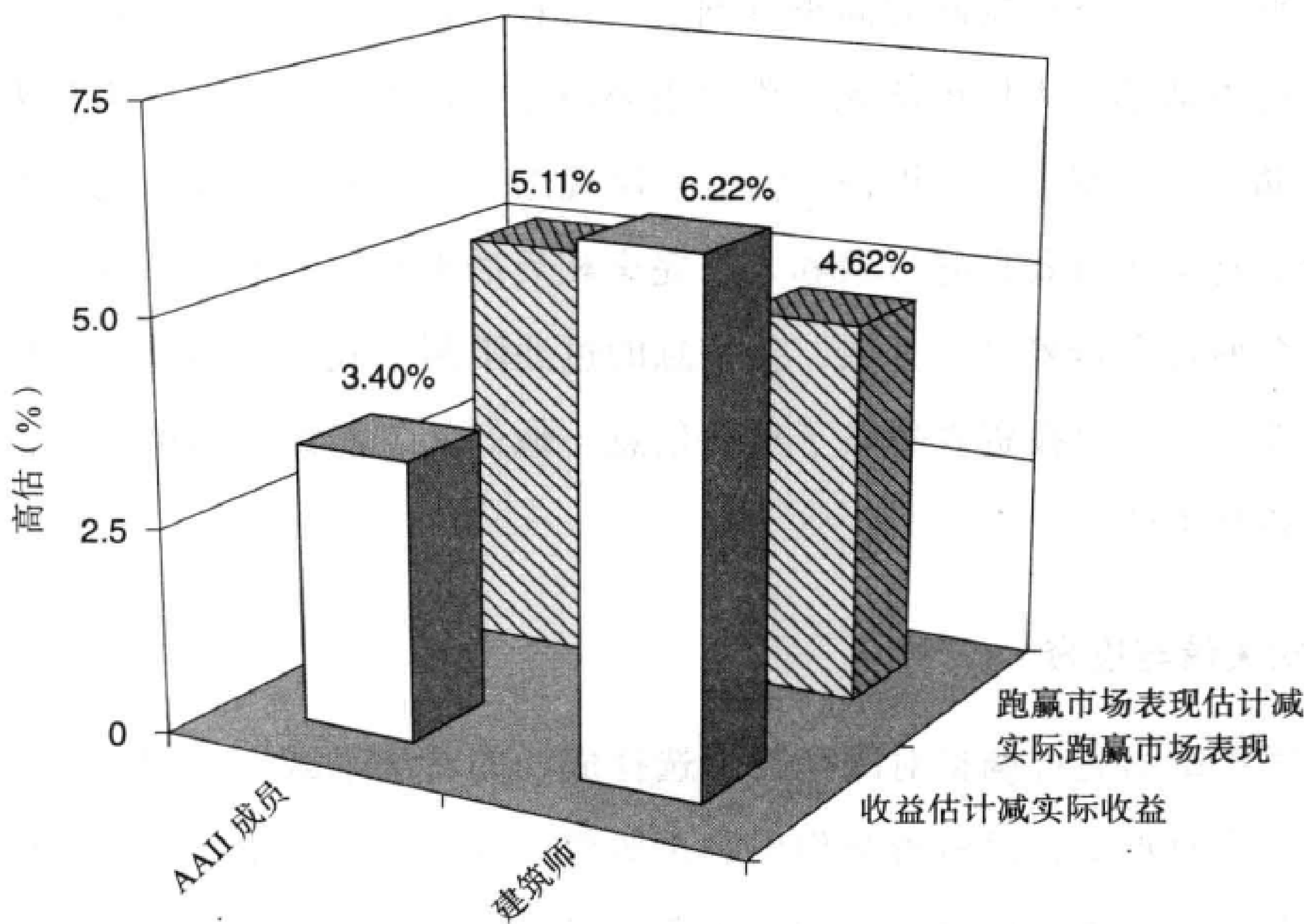


图 4-1 记忆偏差（认知失谐）

要想跑赢市场并不是一件容易的事。大多数股票投资基金无法一直超越标准普尔 500 指数，那么那些建筑师认为自己的业绩如何呢？ 他们评估出的跑赢市场的比例平均超过实际情况 4.62 个百分点。这组投资者高估了实际收益，也高估了相对于比较基准的收益水平。

第二组投资者由美国个人投资者联盟（AAII）某州分会成员组成。美国个人投资联盟是一个协会，为个人投资者提供教育、信息及服务。一般来说，该联盟的成员受过良好的投资教育，那么这些投资者是否会高估自己过去的收益呢？

29 名协会成员就其投资的 57 只股票基金基金作出了回答。这些投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均高估了自己过去收益 3.40 个百分点。对于自己的业绩相对市场的表现也高估了 5.11 个百分点。即使这些人都是受过良好教育的投资者，他们在回忆过去的收益时也表现出了过于乐观的现象。

马库斯·格拉塞和马丁·韦伯向从事网上交易的德国投资者提问有关他们 1997 ~ 2000 年的年收益情况。[18] 他们将收到的答复与那些投资者经纪账户的实际年化收益率作对比。图 4-2 显示在估计收益和实际收益之间的平均差额超过了 10 个百分点。投资者过高估计了其投资表现 11.6 个百分点。不幸的是，有经验的投资者对其投资收益的记忆也没有正确多少。经验较少的投资者高估了 13.2 个百分点，而经验较丰富的投资者高估了 10.3 个百分点。格拉塞和韦伯得出结论，如果投资者不知道或者不记得犯过的那些错误的话，他们将难以从错误中吸取教训。

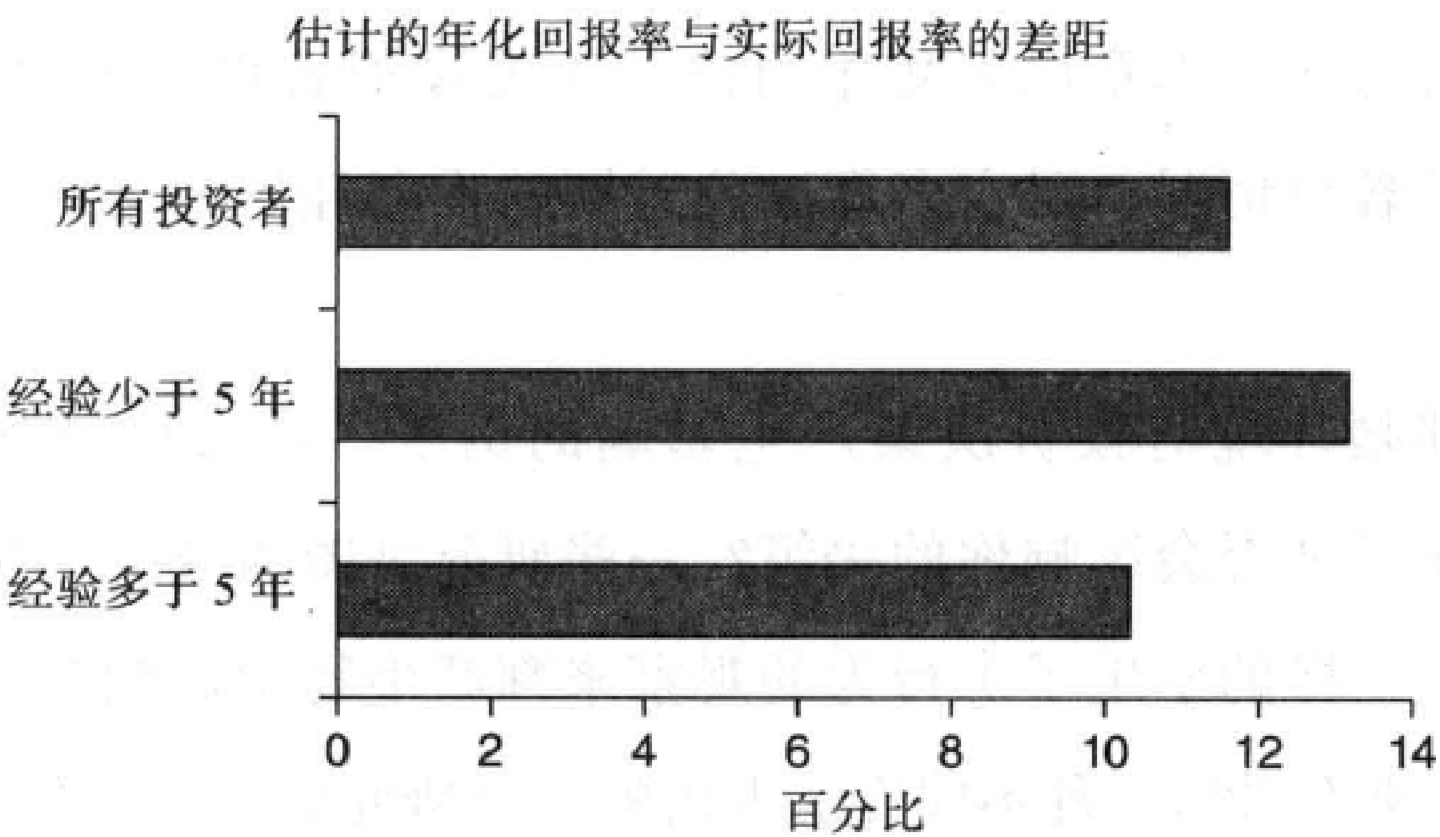


图 4-2 德国网上投资者对过往投资收益的过高估计

再来看看在一个模拟市场试验中投资者的反应[19]。在这个试验中，涉及了 1985 ~ 1994 年 10 年间的 10 只证券投资基金、1 只货币市场基金以及标准普尔 500 指数。80 名就读商学院的研究生参与了试验，他们可以按自己的想法支配 100 000 美元用于投资。接着，向投资者公布 6 个月的收益，他们可以重新调整投资组合。该试验重复做了 20 次才结束。请注意，在试验过程中参与者可以看到市场收益率（用标准普尔 500 指数代表）以及他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己的投资组合状况。游戏过后，参与者被问及他们刚才的表现：获得了多少收益？是否跑赢了市场呢？平均来说，参与者说自己跑赢了市场。这是一种梦幻般的乐观感，因为该组的平均收益率要比市场水平低 8 个百分点。当问及自己的收益时，80 个人中只有 15 个人答对了，大多数学生（80 人中的 47 人）高估了自己的总收益率。

人们总希望相信自己的投资决策是正确的。在相反的事实面前，大脑的防御机制过滤了这些矛盾的信息，并调整了对过往决策的记忆。当对过去业绩的回忆出现向好偏差时，人们很难客观评估是否达到了投资目标以及是否需要投资专家的帮助。

浑然天成还是后天培养

到目前为止，本章已经集中讨论了决定投资者规避风险的主要因素，如投资者的教育情况、财富多寡以及近期的投资经历都会影响到其承担风险的愿望。

这些都是环境对投资决策产生影响的例子。后天培养到底是怎样的呢？遗传基因是否会影响你的决策？一些研究试图通过对孪生子（完全一样和不完全一样的孪生子）行为的观察来判断生物学影响在规避风险中的作用。我们来看看用三种不同方法得出的三个研究成果：问卷调查、试验以及实际金融资产投资状况。例如，一项研究是询问孪生子有关几种潜在赌博的三个问题。这些问题能够让作者据此计算出风险厌恶的程度。然后他们可以判断出导致人们作出各种风险规避的因素。一个厌恶风险的受试者可能是来自其后天环境因素，或者与其孪生亲人的风险厌恶是相关的。他们得出了意义深远的结论：风险偏好似乎根植于人类的基因之中，我们的结果显示经济方面的风险偏好有 2/3 与遗传有关，另外 1/3 取决于环境。[20] 另外一篇论文估算出风险厌恶的改变中有 20% 是源自遗传。[21]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，有一篇论文调查了超过 37 000 对孪生子和普通人的投资组合，所有样本均来自瑞典。[22] 他们调查了能够表征个人规避风险水平的三个选择：（1）是否有投资股市；（2）资产组合中股票投资的比重；（3）按照波动幅度测量的投资组合的风险水平。他们报告说，人们的决策差异的约 1/3 可以解释为遗传原因。这比把诸如年龄、性别、教育和财富等个人因素加在一起的比例还高！

小结

尽管我们经常认为某些人会比其他人更愿意冒险，但是我们对风险厌恶和风险承受度其实是更依赖于以前的成功和失败经历。人们倾向于在获得大收益之后提高自己对风险的容忍度（赌资效应），而在亏损之后会想找机会翻本。相反，亏损会导致减少风险敞口。

当许多投资者都受到这些问题影响的时候，那么整个市场也会被波及。受到赌资效应的影响，寻求风险（或忽视风险）的心理偏差就会推动价格泡沫形成；而受蛇咬效应影响产生规避风险的心理偏差，则会导致泡沫破灭之后股价过度下跌。

另外，人类记忆往往是情绪和感觉的记录，而非对事件的真实记录。这可能导致投资者无法准确地回忆起事件的实际状况，甚至会忽略掉那些带来不好感觉的信息。误读和脱离实际的高估使得从错误中学习变得困难。

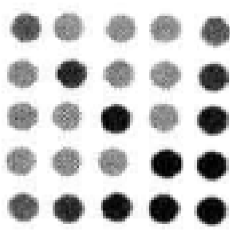
思考

1. 电视扑克秀节目已经非常流行。这类节目遵循无限制自由掌控的规则。你可能会看到，在大赢一局之后，很多赌客即便拿到一手烂牌也会再赌，而在大输一局之后，他们倾向于即便有一手好牌也不赌下一局。请对这两种行为作出解释。
2. 描述“要么赢双倍，要么全输”赌博的吸引力。论述中要涉及参考点的概念（见第 3 章）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 新闻与信息如何影响记忆过程从而令投资者记住过往投资业绩的“美妙”场景呢?
4. 完全一样的孪生子与不完全一样的孪生子中，哪一对的风险厌恶水平更相近? 让孪生子分开长大将如何影响其投资组合的相似性?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 5 章
Chapter 5

决策框架

提出问题的方式对于问题的答复或者决策的作出都有强烈影响。考虑一下自由选择加入和选择退出的例子。在美国，要成为器官捐赠人必须在拿到驾驶执照时签订一纸协议，然后会在驾照上作标注。这是一个自由选择加入的决定，大约只有 1/4 的司机作出了这样的选择。这个比例甚至低于德国和英国[1]，另一方面，可以设计一个项目，让每位司机可以自动取消器官捐赠。不希望成为器官捐赠者的人必须签署一份文件退出这项活动。采取选择退出这种方式的国家（如奥地利、法国和瑞典）的器官捐献参与率通常高达 90% 左右。与让人们选择自由加入的做法相比，让人们自由选择退出的简单决策框架会显著提高参与率。

思维框架与选择

一个非常流行的关于思维框架的例子是关于如何处理疾病发生，这个例子来自于诺贝尔获奖者丹尼尔·卡尼曼。[2] 假设美国正在为一场罕见的疾病作准备，它可能会造成 600 人死亡。为了迎击这个疾病，提出了以下两种方案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果采取 A 方案，会有 200 人获救。

如果采取 B 方案，600 人全部获救的可能性为 1/3，另外 2/3 的可能性是无一人获救。

你将选择哪个方案？参与试验的人需要作出选择。

现在把方案改变如下：

还是同样的疾病，只是这次的两个选择的代价改变了。

如果采取 C 方案，400 人会死亡。

如果采取 D 方案，有 1/3 的可能性是全部存活，另外 2/3 的可能性是 600 人全部死亡。

试验参与者被问到应该选择哪种方案，这就是一个关于思维框架效应的正反版本的例子。你可能已经注意到了其实 A 方案和 C 方案是一样的。在这两种情况下，都是 200 人存活，400 人死亡。不同点是 A 方案采用的是正面方式——指明存活的人数。C 方案描述的是死亡，这是负面方式。此外，B 方案和 D 方案也是一样的，不同的只是分别采取的正面和负面方式。

如果人们没有受到提问的框架效应的影响的话，那么选择 A 方案（具有正面框架效应）和 C 方案（具有负面框架效应）的人的比例应该是一样多的。但是结果并非如此，72% 表现出正面框架效应的人选择了具有肯定结果的 A 方案，剩余 28% 的人选择了更有风险的 B 方案。当考虑到拯救生命的时候，大多数人不想承担风险。但是当显示负面框架效应的时候，只有 22% 的人选择了确定的 C 方案，78% 的人选择了风险更大的 D 方案。注意，在负面框架效应下，参与者对风险高的方案更有兴趣。人们根据问题呈现出的框架效应作出不同的选择。

前面的例子包括了一个情感话题，即人之生死。在非情感场合是否也会发生框架效应？乘法运算可能是最没有情感成分的过程了！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看看这个试验，受试人有10秒时间对下面的乘法题给出估计答案：$2\times3\times4\times5\times6\times7\times8$。另一组人得到的题目是$8\times7\times6\times5\times4\times3\times2$。这两道题目显然是同样的问题，只是颠倒了数字相乘的顺序。[3]这种不同的次序安排（或者框架效应）是否会影响到估计的结果呢？对第一道题的估计值平均在512左右，而对第二道题的估计值平均为2 250，是前一题答案的4倍以上，这仅仅是因为他们的思维锚定在较大的数字8而不是较小的数字2上。顺便提一下，人们的估计都不太准确，真正的答案是40 320。

框架效应与投资

框架效应与风险收益的关系

问题框架会影响人们所作的选择。框架效应会对投资决策产生怎样的影响呢？最基本的金融理论认为，风险和预期回报之间是正相关的。投资者可从高风险投资中获得高收益，而从低风险投资中只能得到低收益。实际上，资产定价模型可从不同方面度量风险，对于风险都要求有风险溢价。每个金融专业的学生和从业者在投资较高风险的股票时，都会要求较高的回报。

对于股票市场的投资者来说，这里存在很多种潜在的风险。两个被认为与企业特征相关的风险是企业的杠杆负债水平和增长前景。企业在资本结构中如果有太多的负债会被看作杠杆水平太高，因此风险也较大。增长前景较差的企业经常可以从它们的高账面市值比率（B/M）看出，它与某些资产定价模型中的账面市值风险因子有关。在一项随机问卷试验调查了742名芬兰投资顾问，在两种不同的框架下，他们被问到这些风险特征对企业回报会是怎样。[4]

一种框架是问具有这些杠杆和增长特征的企业所需的风险溢价。如果投资顾问相信这些是风险因子，那么他应该会答复说风险溢价是需要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些受此框架思维影响的顾问大多数答复风险溢价是需要的——对低增长的企业需要 77.7% 的溢价，对高债务杠杆率的企业需要 86.2% 的溢价。由于附加了风险溢价，对这些有较高风险的企业要求的期望收益将会更高。这符合风险收益具有正相关性。另外一部分顾问接到的是从另一个思维框架提出的这个问题。只是问他们，与没有债务杠杆和增长不佳的企业相比，如果企业具有这些特征，其收益应该是较高、较低还是一样。在这种思维框架影响下，只有 1.9% 的顾问相信低增长企业应该赚取更高的收益，只有 12.5% 认为较高杠杆率的企业应有较高收益。顾问在此给出的是风险收益的负相关性，与金融理论和回答前一问题的顾问是相反的。图 5-1 显示了在这两个思维框架下的答复的对比。

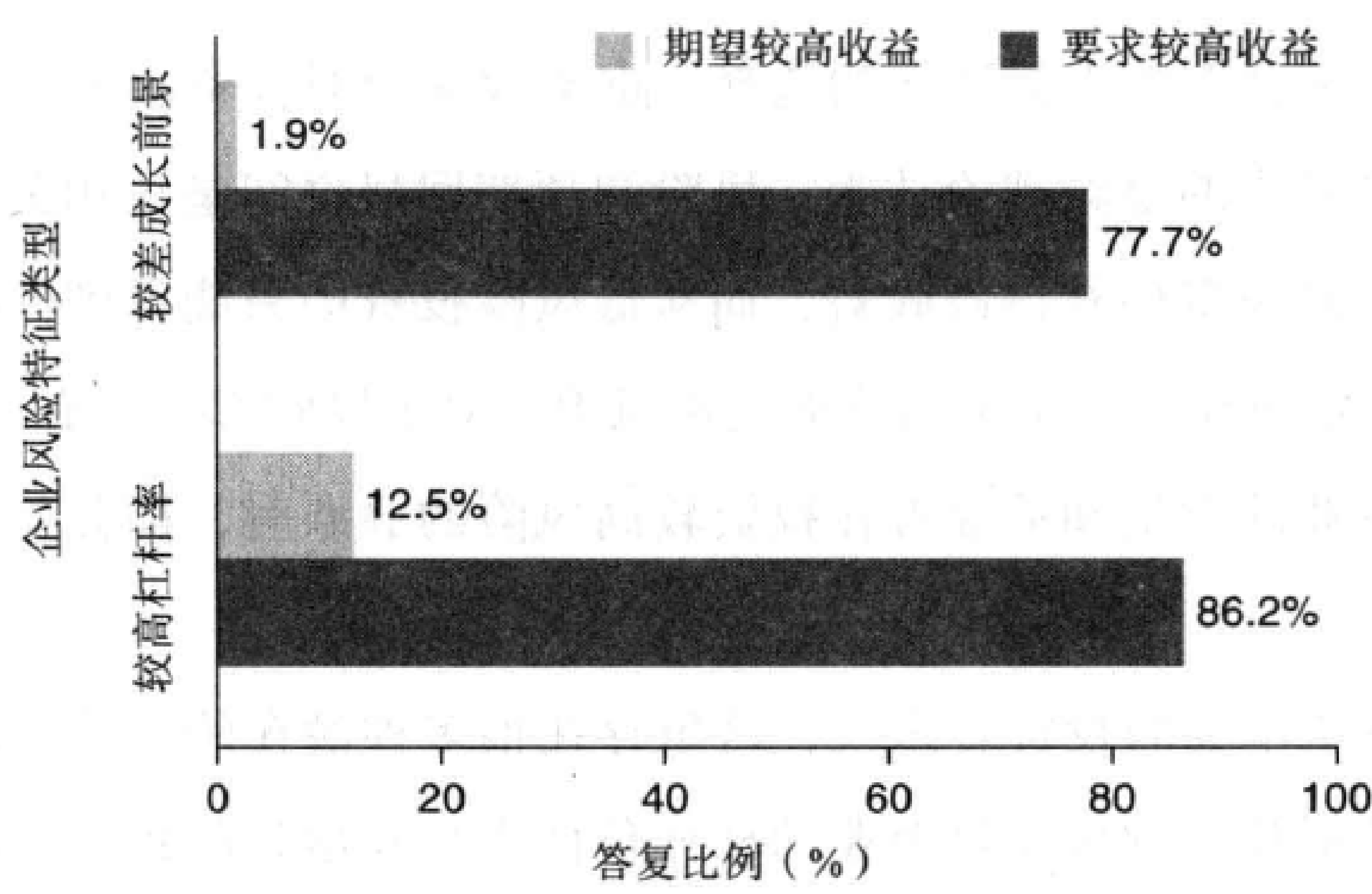


图 5-1 金融顾问对两种不同框架下的风险与收益的观点

另一项研究是对一家美国投资机构的高净值客户所做的调查，是无法应用风险收益正相关性的一个例子。[5] 每个受访者都拿到了一份由年度《财富》杂志对经理人和分析师调研后选出的 210 家企业的名单。一些投资者被要求对每家企业按其风险水平给出从 1（低）到 10（高）的评级。另外的人对每家企业的未来收益进行打分评级。

把这两组人的回答放在一起显示了风险收益的正相关性，见图 5-2 上的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虚线，也就是说，一般被认为风险高的企业也应该有高收益预期，而低风险企业被预期将来会提供低收益。然而，图中的实线反映了实际的答复情况，高风险企业也被预期会提供低收益。

为什么那些了解（甚至赞同）风险收益正相关性的人经常无法正确运用这种关系呢？原因就是框架效应。当人们在风险收益的语境中考虑问题时，他们通常可以做对。但是当他们采用不同的思维框架时，他们无法成功运用这种关系。实际上，如果没有特意将风险和收益放在一起的话，投资者通常使用更好 / 更糟的思维框架替代它。投资者倾向于把股票看成是好的和坏的。好股票具有高收益和低风险，坏股票具有低收益和高风险。不幸的是，这种思维框架无法准确描述风险和收益的关系，所以投资者经常承担了比他们意识到的更大的风险。

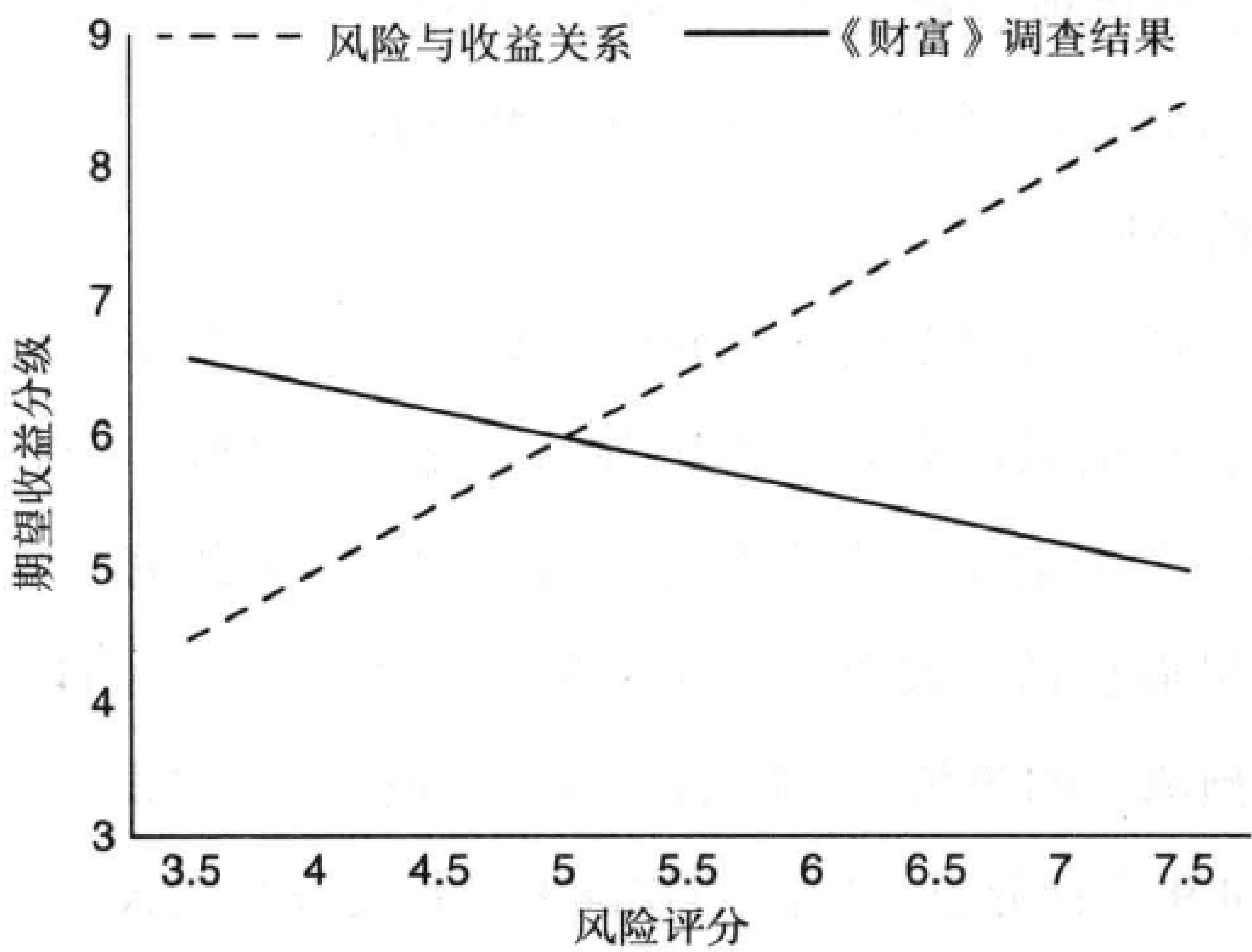


图 5-2 经理和分析师对风险收益的看法

框架效应与预测

我们来看这个问题：如果道琼斯工业平均指数去年只是上涨了 20% 达到 8 000 点，你认为到今年年底它会达到多高点位？现在再将这个问题稍微变化一下：如果道琼斯工业平均指数去年已经达到了 8 000 点，你估计它今年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收益率是多少？

这两个问题都是在问同一个预测，只是第一个是预测价格而第二个是预测收益。尽管看上去差不多，其实并非如此。在这种情况下，那些预测价格的人的答案会比那些预测收益的人的答案低很多。一个德国学者组成的小组给出结果显示，当人们在识别股价走势并被要求作出预测时，如果用变化或者收益作答的话，他们倾向于将趋势进行外推处理（代表性思维偏差）。[6]那些用价格水平作答的人，倾向于提出一个缓慢移动甚至是回归的趋势，这可以被看作均值回归。

在金融和经济领域普遍存在着预测活动。很多组织会就未来收益作访谈，如密歇根消费者调研、杜克/首席财务官商业前景调研以及瑞银/盖洛普调查。有些机构会调研未来的价格，如费城联邦储备银行的利文斯顿调研。分析师也会提供他们跟踪研究的股票的价格目标。这种收益/价格框架思维偏差说明对收益的展望会受到当前趋势延伸的扭曲，而价格预测会更倾向于表现为均值回归。

当投资者选择一只股票而不是别的股票时，他们基本是以其他股票作参考，对这家企业的风险和收益作出预测。此外，导致形成框架效应并影响预测结果的一个因素就是决策者的智力。三位学者研究了一个芬兰投资者数据集，这里面包括了投资者在（义务的）入伍服役前的智商数据，以便确定智力在预测中的角色。[7]他们发现高智商投资者的投资组合每年跑赢低智商投资者4.9个百分点。较高的收益来自智商较高的投资者，他们在把握市场时点和选股方面表现较好。而且他们也更少受到处置效应和其他投资者情绪的影响。

思维模式与决策过程

丹尼尔·卡尼曼在斯德哥尔摩的诺贝尔颁奖典礼上发表演讲，提出了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两种不同的认知推理模式。[8]他将分析型思考模式（他称之为推理）描述成“当我们计算17乘以258时”会发生的事。另一方面，当你不想去品尝一块做成蟑螂样子的巧克力的时候，直觉型思考模式就会被用到。直觉思维是立即发生而且轻而易举的，但是分析思考模式是精细和不容易做的。

看看一边开车一边打手机的例子。大多数司机可以边开车边说话，如果所谈内容只是一些闲聊话题，那么驾车只是无需多少努力的识别过程。因为大脑能够平行处理这种识别过程，所以这种直觉活动可以同时发生。然而，当谈话或驾驶需要更多分析的时候（比如政治辩论或者停车入库），就会出现问题。这些以分析为主的活动需要大脑以连续串行方式处理。所以，要么打断这个谈话，要么就停止驾驶。因为思考的惰性，大多数判断和选择是下意识地作出的。

但是，很多投资决策需要对不确定性和风险作出评估，抽象的想法需要大脑作出巨大的认知努力。这些决策也在金融理论中出现，比如分散化、资产配置、市场效率以及风险与预期收益。与大量使用分析思考模式的人相比，那些主要用直觉作决策的人可能会作出不同的金融决定。

另外，思考模式会影响到人们如何看待决策框架。例如，我们来看一下赛马场上买了150美元筹码的赌马者的例子。他手里还剩下10美元筹码，正在考虑去赌1赔15的冷门马。[9]这个决定是怎么形成的呢？他可以采用正面的选择框架，在保留10美元和选择承担风险（要么以很小的概率得到150美元奖金，要么以很大机会输得一钱不剩）之间选择。另一方面，赌马人使用负面的思维框架，要么当天肯定亏损140美元，要么冒一次险——很大机会亏掉150美元，但也有很小机会不赔不赚。两种思维框架都是考虑决定的合理方式。然而，期望理论指出，人们倾向于在正面思维框架下选择肯定的选项（留着10美元，不去赌1赔15的冷门马），而在负面思维框架下选择高风险的选项（赌1赔15的冷门马）。所以，赌马者的思维框架将极大地影响他所作出的决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

测试思维模式

西恩·弗雷德里克引入了被称为认知反映测试（CRT）的三个快捷简单的问题来区分直觉/分析思维模式。[10] 这些问题都是专门设计的，要答对需要更深思熟虑的方法。但是看到问题时，头脑中会马上蹦出未经思索的答案。直觉思考者会选择这个答案（却是错的）而分析型思考者则会认真思索一会儿，找出正确的答案。这三个问题是：

> 如果开动 5 台机器 5 分钟可以制作 5 个小饰品，那么 100 台机器制作 100 个小饰品需要多长时间？（冲动回答是 100 分钟，正确答案是 5 分钟。）
>
> 在湖中有一片睡莲，每天睡莲的面积会翻一倍。如果需要 48 天这片睡莲可以覆盖整个湖面的话，需要多长时间这片睡莲可以覆盖一半的湖面？（冲动回答是 24 天，正确答案是 47 天。）
>
> 球拍和球一共 1.1 美元，球拍比球贵 1 美元。球的价格是多少？（冲动回答是 10 美分，正确答案是 5 美分。）

CRT 的测试结果要看答对题的数量。所以，得分 0 或者 1 表明是直觉思考者，而 2 和 3 是分析型思考者。

弗雷德里克教授报告称麻省理工学院的学生的 CRT 平均成绩是 2.18。这不奇怪，在一所全球顶级的工程院校就读的学生，应该偏向于使用分析型思考方式。一个哈佛大学的合唱团平均得分 1.43，而一个在线学习小组的得分是 1.1。我相信互联网活动倾向于快速、直觉的思考过程。

风险框架效应与思维风格

人们可能会遭遇像上面讨论的赌马者的处境——面对正面或者负面思维框架作决策。本章开始提到的传染病的例子表明了人们经常在面对两种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

思维框架时作出不同的选择。一般而言，期望理论描述了人们在正面思维框架下具有选择确定选项的倾向，而在负面思维框架下会选择高风险的选项。弗雷德里克教授报告称，与CRT分数高的学生相比，那些低分学生的行为与期望理论符合度更高。他用不同的方式问了关于收益的问题：

> 你会选哪种投资收益？（A）肯定可以得到100美元，还是（B）一半的机会得到300美元，一半的机会一分钱也得不到。

注意，肯定的收益是100美元比赌博的预期值150美元低，这可能是将风险溢价也包括进去了。另外，他问的关于亏损的问题是这样的：

> 你会选哪种投资结果？（A）肯定损失100美元，还是（B）一半的机会要支付300美元，一半的机会不用付钱。

在这里，肯定的选择要比那个赌博有更高的预期值。

弗雷德里克发现，CRT分数低的学生在前一个问题里选A，在后一个问题里选B。CRT分数高的学生的选择正好相反。但对于受过更好训练和更有经验的投资者而言，他们也会这样吗？我测试了超过100位财务规划师，试图找到答案。[11]

图5-3给出了按思维模式分组的财务策划师的比例，他们在回答有关收益的问题时，分别选择了肯定的或高风险的选项。注意，超过半数的直觉思考者想要肯定的100美元收益，而大多数分析型的财务策划师想尝试赌一把。对于亏损的问题，结果正好相反。超过半数的分析型策划师选择支付肯定的100美元，而超过一半的直觉型策划师想赌一下看能否打平。

这些数据显示出两个重要的行为学发现。第一，人们没有设定风险规避水平，相反的是，他们可能在一种思维框架影响下是爱好冒险的，而在另一种思维框架影响下则是厌恶风险的。第二，直觉思考者的行为符合期望理论，而分析型思考者则不是这样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

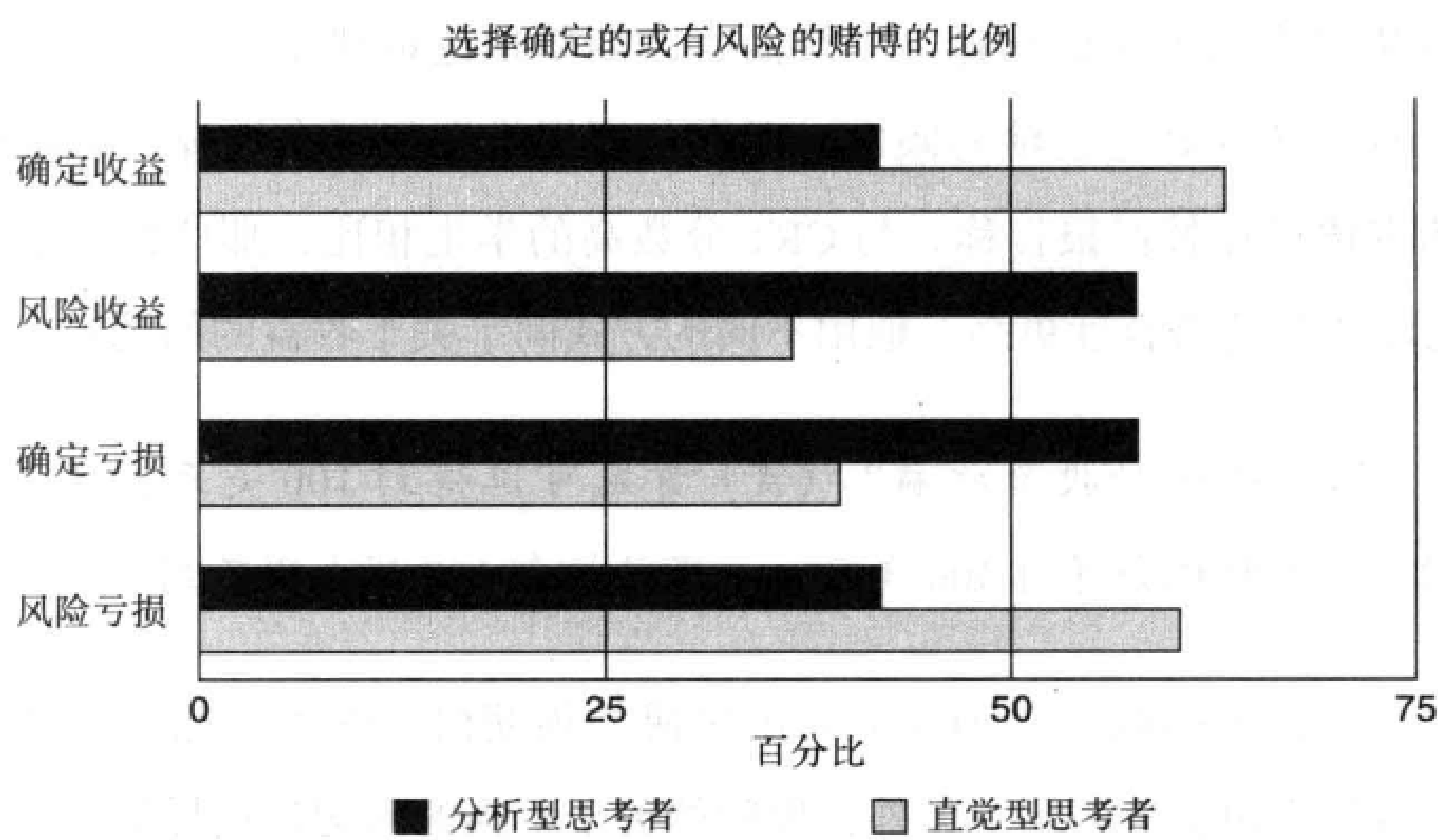


图 5-3 直觉型和分析型思考者固有的风险偏好

投资决策的框架效应

我们必须不断作出买什么产品的决定。我们经常有三个选项可供选择。你是想要一个高的、大的还是通风的？ 我们喜欢这样的提问方式，因为这样很容易作出比较。理性的经济决策制定者倾向作出价值最大化的决定。但是现在似乎我们实际上作出的决定都是建立在回避极端的心理上的。

回避极端是由期望理论的共同奠基人阿莫斯 · 特维尔斯基及其同事伊塔玛尔 · 西蒙森提出的。[12] 考虑做一项在两个相机之间买一个的决定：（1）美能达 X-370，价格 169.99 美元；（2）美能达 Maximum 3000i，价格 239.99 美元。对于这两个选项，选择便宜和较贵相机的人各占一半。但当提供了第三种选择——更贵的相机（美能达 Maximum 7000i，价格 469.99 美元）时，22% 的人选择了较便宜的型号，57% 选择了价位中等的，21% 选择了最贵的。注意，从两个型号里选了便宜相机的人，当有第三种高价相机供选择的时候，其中有一半的人选了较贵的相机。这是因为厌恶极端这种心理导致人们去规避最极端的选项。如果只和另一个选项相比，最便宜的相机并不会显得特别极端，但是与另外两个更贵的相机相比，它就显得“便宜”了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

养老金决策

一些影响了人们未来财富的最重要的决定就是他们关于养老金计划的决策。有机会参加养老金缴费计划的工作者必须决定要不要去缴费、缴多少钱以及如何在各种资产种类间配置投资。假定个人和社会都了解养老金计划的重要性，我们作出决定的方式是否让我们作出明智的选择？不幸的是，答案是否定的。新雇员一般都会收到一包厚厚的资料并被告知当他们作出自己的选择后，要通知人力资源部门。很多新雇员并没有这样做。

在 401（k）养老金计划上，什么样的思维框架问题最具有典型性？一件事情是雇员确实知道什么样的风险水平是适合自己的。既然他们不能确定，他们倾向于避免作出极端的决定。史洛摩·博纳齐和理查德·塞勒论述过这种情况，[13] 他们在试验中调查了人们的风险偏好。在第一个问题框架下，有 A、B、C 三个选项（见表 5-1），相比选 B 的人，只有 29.2% 的人选了 C。这是否说明因为大多数人选了 B，这个选择就更适合他们呢？再看第二个问题框架提供的 B、C、D 三个选项。如果人们知道自己的最佳风险水平，那么大多数人应该仍然选择 B 而不是选 C。然而对于这个问题，选 C 的人有 53.8%，超过了选 B 的人数。为什么大多数人在第一个问题中选 B 而在第二个问题中又改为选 C 了呢？这是因为在相关的问题中，这些选项看上去不是那么极端。人们不知道自己应该承担什么样的风险水平，所以他们选择了一个自己认为是居中的选项。

另一个问题是养老金计划的自由选择进入的本质。我们看看本章开篇讨论的器官捐赠的例子。驾驶员可以自由选择退出的器官捐赠项目，相比可自由选择进入的捐赠项目，有较高的志愿者参与率。一个关于将 401（k）计划由传统的自由选择进入方式改变为自由选择退出方式的分析发现，改变之后的雇员参与率从 37% 直线上升到了 86%。[14] 新的框架对参与的决策起到了极大的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一个问题是养老金计划提供的投资配置选项的个数。哪怕是杂货店主也会为可供选择的选项数目太多而发愁。例如，与商店展示6味果酱相比，展示24味果酱会带来更多的销售。雇员如果在养老金计划中有几百种投资选择的话，他们也会感到为难。一个无所适从的雇员会拖延作出决定，以至于他永远不会参加养老金计划。一项研究表明，养老金计划每增加10只股票投资基金，雇员参与的可能性会下跌1.5% ~ 2%。供选择的基金越少，计划的参与率就越高。[15]

表5-1 风险选择的极端回避

		选择A	选择B	选择C	选择D
第一种框架	好的市场条件：50%机会	$900	$1 100	$1 260	
	坏的市场条件：50%机会	$900	$800	$700	
第二种框架	好的市场条件：50%机会		$1 100	$1 260	$1 380
	坏的市场条件：50%机会		$800	$700	$600

资料来源：Shlomo Benartzi and Richard Thaler, "How Much Is Investor Autonomy Worth?" *Journal of Finance* (2002): 57, 1593–1616.

自由选择进入/自由选择退出和投资种类的数目，正是两种在养老金计划的设计中被研究到的框架。

发薪日贷款

一个不错的例子是利用发薪日贷款的思维框架来操纵行为。一些标记会促使借款人在偏狭的框架进行思考。例如有明显迹象表明，每100美元融资需要支付15美元的融资费，时间通常是两周。尽管借款人的平均贷款规模是350美元，在付清贷款前平均身负9个以上的贷款，重新陈述这个事实，是否可以帮助借款人从更广阔的框架看待这种贷款？是否会影响到他们更快偿还贷款的愿望？

芝加哥大学的玛莲娜·贝特朗和阿黛尔·莫斯为此做了试验。他们调查了那些获得了贷款的人，询问有关他们自己和贷款目的等问题。[16] 其他信息

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是从贷款机构那里得到的。这个随机的试验是将贷款的钱放在写了字的不同信封里。控制组的信封上有贷款机构的公司标志和内装东西的信息。其他信封上的信息为下列三种之一：（1）300 美元的贷款的成本，偿还期各自不同；（2）与其他贷款相比，发薪日贷款的年息率；（3）人们偿还贷款的时间分布。

他们发现显示贷款成本是最强烈的框架，但是所有三种信息降低了借款人再借其他发薪日贷款的可能性。与控制组相比，修改贷款信息可使其具有更宽的框架，并使申请另一个发薪日贷款的人的数量下降了 11%。这对于各种次贷的披露法规有着政策影响。



小结

人们似乎被决策框架愚弄了。也就是说，人们作出的选择受到问题框架的影响。一个例子就是正面 / 负面的语境。是否正如预期理论所指，框架或者上下文就是幸存者与死者，或者利润与亏损，人们在正面框架下偏好低风险的选择，而在负面框架下偏好高风险的选项。

思维模式可能也是一个因素。感性决策者的行为举止与预期理论是相符的。然而那些使用分析过程的人往往不是这样。所以，框架可能对人们的影响是不同的。

框架也会影响到投资者。当前许多 401（k）计划的设计采用了类似自由选择进入的决策框架，很多投资菜单上的选择无法提高养老金计划的参与率。更好的设计能够帮助人们作出更好的选择。然而要注意，我们在媒体中最常看到的框架是一种非常短期的关注。对电视、报纸和互联网的关注总是与当今市场如何发展有关。我们很少受限于资产种类在近十年里如何变迁的框架影响。



思考

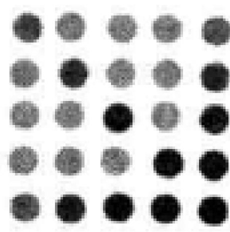
1. 投资者在判断一项投资的好坏时，从风险收益的角度会得出什么样的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同结论？这是否会对投资者的投资组合产生影响？

2. 请思考在投资决策和投资组合方面，直觉型人与分析型人的不同点。
3. 给出一个有关极端回避如何推动你转向各种消费选择的例子。
4. 如果参与养老金缴费计划对于员工是有利的，哪些框架特征可能会阻碍其参与？他们是怎样被改变的？
5. 贷款的窄框架特征是如何影响借款人的决策的？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 6 章
Chapter 6

心理账户

商业、政府甚至教会都采用会计体系来追踪、划分和归类资金流，而人们则使用一种心理会计体系。想象一下你的大脑所运用的心理会计体系就像一个文件柜，每一个决策、行动和结果都放在文件柜中单独的文件夹里，里面也包括与具体决策相关的成本及收益。一旦某项结果被归入心理文件夹，就很难再用其他方式来评价了。心理会计所采用的划分会以意想不到的方式影响你的决策。

让我们看看以下的例子。[1]

> 为了买一栋梦寐以求的度假屋，J 夫妇已经存了 15 000 美元，他们希望五年后能买下那栋房子，并将这笔钱放入一个年收益率为 4% 的货币市场账户中。他们申请了 3 年期利息 9% 的汽车贷款，花 11 000 美元刚买了一辆新车。

这是一个寻常可见的情形。人们将钱存入储蓄账户去赚低收益，却以高利息率借钱来用，所以他们会亏钱。在这个例子中，用来购买度假屋的存款在货币市场账户的收益率仅为 4%。想象一下如果 J 夫妇能够找到一种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益率为 9% 的安全投资方式，他们该有多兴奋啊！但是，赚 9% 收益的机会真正到来时，他们却可能连要抓住这个机会的想法都不曾有过。这个机会就是从自己的存款中（而不是从银行）借出 11 000 美元，并付给自己 9% 的利息。如果他们这样做了，三年之后，账户上的用于购买度假屋的钱就会比不这样做多出 1 000 美元。

金钱本身不带标签，标签都是人们贴上去的。我们会将钱分为肮脏的钱、容易赚的钱以及意外之财等。J 夫妇把他们的存款贴上了“度假屋”的标签并放入一个心理账户里。尽管通过把“新车”心理账户与“度假屋”心理账户混在一起的做法可以最大化他们的财富，但是 J 夫妇却不愿意这么做。

心理预算

人们用财务预算来追踪和控制自己的支出。大脑也用心理预算将每笔心理账户的消费收益与成本联系起来。购买商品和服务带来的痛苦（或成本）与财务亏损产生的痛苦是相似的。同样，消费商品及服务带来的喜悦（或收益）也与财务收益带来的喜悦相似。心理预算指的是将情绪上的痛苦与喜悦匹配对应起来。

成本与收益匹配

通常情况下，人们喜欢“到期即付”的支付方式，因为这种方式可以将购买活动的收益与成本紧密联系起来。然而，如果不能采取这种的方式，事情就会变得复杂得多。

让我们看看以下在调查付款时点的一套问题。德拉岑·普雷勒克和乔治·勒文斯坦教授向在匹兹堡的菲利普音乐学院参观的 91 名游客问了以下几个问题。[2] 第一个问题是：

> 假设 6 个月以后，你计划为自己的新居添置一台洗衣机和烘干

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机，两台电器一共需要 1 200 美元。你有两种选择：

A. 在买下洗衣机和烘干机之前的 6 个月，每月支付 200 美元。

B. 在买下洗衣机和烘干机之后的 6 个月，每月支付 200 美元。

你会选择哪一种方案呢？ 请注意，两种方案要支付的钱是一样的，不同的是支付时间。被采访的 91 个人当中，84% 的人答复说更偏向于选择滞后支付的方案 B。这符合心理预算中的成本和收益须匹配的结论。洗衣机和烘干机购买之后的几年时间里都可以发挥效益，在同期支付费用的做法使得成本与收益可以很好地匹配起来。请注意方案 B 也符合传统经济理论的观点，也就是说，如果考虑金钱的时间价值，人们就应该选择方案 B，因为它更划算。

下面两个例子与传统的经济学理论不一致，受访者并没有选择可使财富最大化的策略。先看这个例子：

你计划在 6 个月之后去加勒比群岛度假一周，旅行要花费 1 200 美元。你有两种选择：

A. 旅行前的 6 个月里，每月支付 200 美元。

B. 在你旅行回来后的 6 个月，每月支付 200 美元。

请注意，与前一个例子的支付时间的选项是一样的，都是在购买前或在购买后的 6 个月支付，不同的是，购买的东西变了。主要的区别在于，旅行的好处只能在很短时间里感受到，而洗衣机和烘干机则在买之后的几年都能使用，那么你会选哪种方案？

60% 的受访者选择了方案 A，也就是先付钱再去旅行。在这种情况下，支付方案与消费并不直接对应。旅行的好处是在度假期间享受的，而费用却要提前或滞后支付。

传统的经济理论预测人们会倾向选择方案 B，因为如果将金钱的时间价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值考虑在内，该方案更划算。然而，大多数人却选了方案A，这是为什么呢？因为人们认为预付费用的旅行比过后再付钱的旅行更令人愉快。因为如果先付钱的话，付钱引发的痛苦就结束了，稍后的旅行就会觉得比较愉快。如果滞后付款，旅行的乐趣会因惦记着付款问题而减少。选择“先付还是先赊购”的一个重要因素就是预期购买所产生的乐趣。用过后付款的想法会减少使用时的乐趣，但是我们应该看到：使用洗衣机和烘干机并不是很有趣的事，因此我们也会先赊购后付款。本章开头提到的梦想小屋的例子则是另一回事。享受梦想小屋的乐趣不应该受到债务和将来付款的担忧干扰，因此，J夫妇选择了先存款再买房。

受访者被问到的第三个问题是关于加班工资。如果你在未来的6个月里每个周末都加班几个小时，那么你希望老板如何支付酬劳呢？人们并不希望提前支付未来加班的工资。66%的受访者选择加班后再拿钱，而不是在加班之前。这个例子再一次与传统经济理论相左，因为财富最大化的策略是早点拿到钱，而不是更晚。

与债务相匹配

在旅行和加班问题上，如果商品或服务将很快被消费完的话，人们就会表现出厌憎负债。人们偏向于将支付期限的长短与商品或服务的使用时间相匹配。例如，贷款购买房子、汽车、电视机这类商品的做法比较常见，因为这些物品的使用期限长达很多年。先贷款后支付的做法，可以使消费与付款完美匹配。

另一方面，人们却不愿意以负债的方式为那些已经消费过的商品付款。滞后支付旅行费用的方式并不受欢迎，这是因为它产生了长期成本与短期收益。这个原因也同样适用于第三个问题。人们不想提前拿报酬，因为这是一种用产生长期负债（以未来6个月里，每个周末加班）换得短期收益（拿报酬）的做法。人们更愿意先工作再拿钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沉没成本效应

传统的经济理论预测人们在决策过程中会考虑到现在和将来的成本与收益，而过去的成本则不会成为考量因素。与此正相反，当人们在决策将来时，总是习惯性地考虑过去的已无法挽回的成本，这种行为被称为沉没成本效应。[3] 沉没成本效应是一种承诺升级，被定义为“一旦为某项投资付出了金钱、时间和努力，人们就会倾向于继续做下去的现象。”[4]

沉淀成本有两个重要因素，即大小和时间。[5] 让我们看看下面两个例子。

有一家人得到几张期望很久的篮球赛入场券，票价 40 美元。比赛那天，一场暴风雪袭击当地。虽然他们仍然可以去看比赛，但是暴风雪带来的不便减少了他们观看比赛的乐趣。这家人在哪种情况下会更可能去看比赛，是花 40 美元自己买票时，还是免费获得票时呢？

一般来说，如果票是花钱买的，这家人会更可能去看比赛。请注意，门票的 40 美元成本并不会对暴风雪或是看球的乐趣产生影响，然而在考虑去不去的时候，人们会将沉没成本计算在内。如果他们不去看比赛，他们就不得不在关闭心理账户，承认损失，失去了本该得到的乐趣。这家人希望能避免这一损失带来的痛苦，所以他们更可能选择去看比赛。如果门票是免费的，那么关闭心理账户就不会有任何的收益或亏损。

这个例子说明沉没成本的大小是决策过程中的重要因素。在这家人拿到门票的两种情况下，门票的成本（40 美元和 0 美元）起到关键作用。下一个例子要说明的是，沉没成本的时点也是一个重要因素。

一家人一直想去观看篮球比赛，下周终于可以实现了。但是比赛当天下起了暴风雪。如果是一年前买的票或是昨天买的票，在哪种情况下他们更可能去看比赛呢？

两种情况下的沉没成本都是 40 美元，然而沉没成本发生的时间究竟有多大影响呢？是的，如果门票是昨天买的而不是去年买的，这家人会更可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能去看比赛。随着时间推移，没有收益而关闭心理账户的痛苦会逐渐减弱。简言之，沉没成本的负面影响会随时间推移而减小。

经济影响

前面的例子说明了人们愿意承受金钱上的损失来促进他们的心理预算过程。还记得吧，人们倾向于在购买某些东西时提前付款，并且更愿意在工作之后再拿报酬。提前支付和推迟得到收入并没有让他们从时间价值原则中获益。传统经济理论预言人们会选择相反的行为，即滞后支付和提前获取收入，以最大化财富的现值。

心理会计的存在，使得人们希望能够把购买行为所获收益与情绪成本匹配起来，他们这样做的结果通常会导致代价高昂的决策。看看以下的例子。[6]

> 56 名工商管理硕士生被要求为一个价值 7 000 美元的房屋重建项目选择一种贷款融资。该工程涉及重新装修（新的地毯、墙纸、油漆等），将耗时 4 年。届时他们可能还要再重新装修。有两种借款方案可供选择：一种是 3 年期贷款，利息为 12%；另一种是 15 年期贷款，利息为 11%。两种贷款都可以提前还清而不需要交罚金。

请注意长期贷款的利息率更低。另外，只要加快偿还速度，可以将 15 年期贷款转为 3 年期贷款（利率较低）。也就是说，你可以计算一下，如果在 3 年内要将 15 年的贷款还清，那么每个月应该还多少钱。因为 15 年贷款的利率比 3 年贷款低，所以每月要还的金额也比 3 年贷款低。当问到这个问题的时候，74% 的工商管理硕士生都会选择 3 年贷款。这些学生愿意选择支付金钱成本（虽然以更高的利率为代价）来更简便地处理相关的成本和收益。为了保证这些贷款在 3 年内还清，这些学生宁愿选择更高利率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的贷款。这是第10章中讨论的自我控制问题的一个例子。

另一个有趣的例子涉及一个众所周知的问题，即人们从工资中拿出一部分钱储蓄时所面对的自我控制的挑战。相对于日常收入，从意外之财里拿出钱进行储蓄似乎要容易得多。这种效应在人们拿到年度奖金和退税时经常可以遇到。经济学家一直认为人们为工资缴纳过多的预提税之后再收到大量退税的做法，就像是给予政府免费贷款。然而人们还是愿意这样做，因为这样就会在年底收到一大笔意外之财，可以存起来（至少是一部分）。而每次从工资中拿出同样多的钱去储蓄却困难得多。这是因为人们会将意外之财列入财富心理账户，而把工资收入放进消费心理账户。对于大家来说，从消费心理账户中取钱作为储蓄（财富账户）是非常难的。

美国总统奥巴马在2009年2月17日签署了《经济复苏刺激法案》，试图激活正陷入衰退的经济。法案的一个目的是减少雇主为雇员代扣代缴的预提税率。这一变化导致了因扣税减少而使得大多数人看到自己的工资有了小幅上涨。总的收入边际税率并没有改变，因而每个人应缴纳的所得税总额也没有减少。所以，这种对预提税的减少只是让人们每个月的花费有些许提高（这也许有助于改善经济），但其效果会被来年退税的减少所抵消。

这种变化是否会影响到个人财富？当人们在第二年收到的退税款没有以前那么多，是否会导致他们减少储蓄呢？纳奥米·费尔德曼对一个类似情形进行了分析，那是由乔治·布什总统于1992年主导的预提税表修订。[7]费尔德曼研究了个人退休金账户的储蓄情况，发现退税额每减少100美元（每次工资少扣了一部分预提税），会使得个人退休金账户减少储蓄19.7%左右。1992年，预提税的减少所产生的实际薪资增加，每月平均为24.42美元，却使1993年的人均退税额减少了293美元。这个结果代表个人退休金账户的参与率平均降低了57.6%。这种效果与2009年预提税和2010年个人退休金账户参与率的变化情况是相似的。正是由于心理账户，经济复苏法案很可能会减少人们的储蓄，并进而降低他们的财富水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心理会计与投资

我们来看看心理会计和风险规避如何影响纽约出租车司机的行为。首先，他们是依据某个参考值来分别评估每天赚了多少钱（心理会计）。因为他们厌恶风险，他们在生意差的那天会更努力地工作，以赚取和参考值一样多的收入，以免当天亏损。结果就是他们不得不在生意差的日子里超时工作，而在生意好的日子里少工作几小时。[8]这是一种低效率的工作日程。心理会计导致他们过于狭隘地看待工作时间问题。其实出租车司机完全可以在生意好的日子里工作更长时间，赚更多的钱，而在生意差的日子减少工作时间。

投资者的交易

正如出租车司机对每一天区别看待一样，投资者对其投资也是这样做的。决策制定者倾向于为每一笔投资设置一个单独的心理账户。每项投资单独处理，却忽视了它们之间的互动。这种心理过程会在许多方面对投资者的财富产生负面影响。首当其冲的是，心理会计进一步加剧了第 3 章中讨论的处置效应。因为投资者不想承受懊悔之痛，所以选择避免卖出亏损股票。出售亏损股票，关闭心理账户，会激发出懊悔情绪。

现在来看看财富最大化策略所涉及的税收掉期的做法。[9]税收掉期指的是投资者卖出一只亏损股票并买入另一只类似的股票。[⊖]例如，假设你持有三角洲航空公司的股票，但是该公司股票由于整个民航板块不景气下跌了，你可以卖出这家公司的股票，并买入联合航空公司的股票。这种税收掉期行为可以让投资者通过在三角洲航空公司的投资亏损来减少税收，而同时仍然持有航空股并等待行业景气回升。

为什么投资者不经常使用这种税收掉期策略呢？一般情况下，投资者

⊖ 是为了规避洗售规则，利用税收优惠的做法。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认为出售亏损股票就意味着关闭了这个心理账户，而买入另一只类似股票就是另开一个新的心理账户。这会产生两个结果并影响到投资者：其一，两个账户之间的互动可以增加投资者的财富。其二，关闭亏损账户的做法会产生懊悔心理。投资者倾向于忽略账户之间的互动。因此，投资者的行动是去避免懊悔心理，而不是采用财富最大化策略。

心理预算加剧了厌恶出售亏损股票的心理。让我们来看看人们如何评估付款和收益的时间性。随着时间的推移，购买股票变成了沉没成本。浪费在亏损股票上的沉没成本所产生的痛苦情绪会逐渐消失。[10] 与在更早时间卖出亏损股票相比，投资者后来对出售亏损股票的沮丧心理就不会那么严重。

当投资者决定出售亏损股票时，他们可能倾向于在同一天卖出多只亏损股票。投资者可将这些亏损股票一起卖出以一次性录入亏损，就将懊悔的感觉限制在一个时间段里，不让懊悔多次出现。换言之，为了最小化懊悔心理，人们可以将这些单独的亏损股票心理账户归拢起来，将其一起关闭。但他们能够从更全面的角度来综合考虑多种投资，而不是狭隘地将单个投资独立对待。另一方面，投资者一般会分几天来完成出售盈利股票的行为，以延长这种良好的感觉。索妮娅·利姆研究了 1991 ~ 1996 年 50 000 家经纪账户的出售股票行为（425 000 个交易）。[11] 她发现投资者很可能在同一天内出售多只亏损股票。相反，如果投资者在一天里已经卖出了一只盈利股票，那么他们在同一天内售出另一只只盈利股票的可能性就很小了。她得出这样的结论："投资者可以通过多次享受收益的乐趣，使自己的幸福感达到最大化，然而考虑全部亏损而不是单个亏损，来使自己的痛苦最小化。"是否能将出售盈利股票和亏损股票的行为结合起来以减少懊悔情绪呢？ 期望理论（第 1 章）曾指出遭受亏损的痛苦要比收益的乐趣程度高。因此，如果遭受亏损的痛苦大于收益的乐趣，那么投资者就应该分几天来出售亏损股票。如果遭受亏损的痛苦小于收益的乐趣，那么投资者就可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将它们合并起来在同一天卖出。

在后续研究中，索妮娅·利姆和阿洛克·库马调查了那些能够在更宽阔的框架里审视自己投资的人是否会在其他行为问题方面减少困惑。[12] 特别是，狭隘的视野可能加剧处置效应并导致分散化投资不足。归类交易体现了更宽阔的框架。他们发现能够展现出更宽阔的框架的投资者，受到处置效应的影响也较弱，投资组合的分散化程度也更合理。

资产配置

心理会计的狭隘也可以解释为何在股市平均收益高的时候，还是有那么多人不愿意投资股票市场。[13] 股市风险与投资者的其他经济风险几乎没有任何联系，如劳动收入风险和房价风险，因此，即使增加些许的股市风险，也会使个人的整个经济风险分散化。然而，人们通常用孤立的观点看问题，这就使股市风险比劳动收入风险和房产风险看上去大得多。

以 401（k）养老基金中的资产分配为例。一项对某大型企业近 7 000 个账户的调查显示，其资产配置存在两个极端。[14] 图 6-1 显示 48% 的参与者没有投资任何证券，而另外的 22% 则将所有的钱都买了证券。总之，70% 的账户在资产种类方面都不够分散化。与从投资组合的角度作决策相比，这些资产配置似乎更符合心理会计。

心理会计会导致投资者在考虑其投资账户时忽略了其他账户，也就是说，他们是分别看待每个账户的，而不是对其投资组合进行全面的资产配置。狭隘地处理每个账户，使得他们可能发现全面配置资产是没有吸引力的。典型的 401（k）计划是让雇员对自己缴费部分作出配置安排，但是企业配缴部分的资产配置经常是由企业而不是雇员作出的。雇员在决定他们自缴部分的配置时，会考虑这个配缴部分的事先确定下来的配置吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

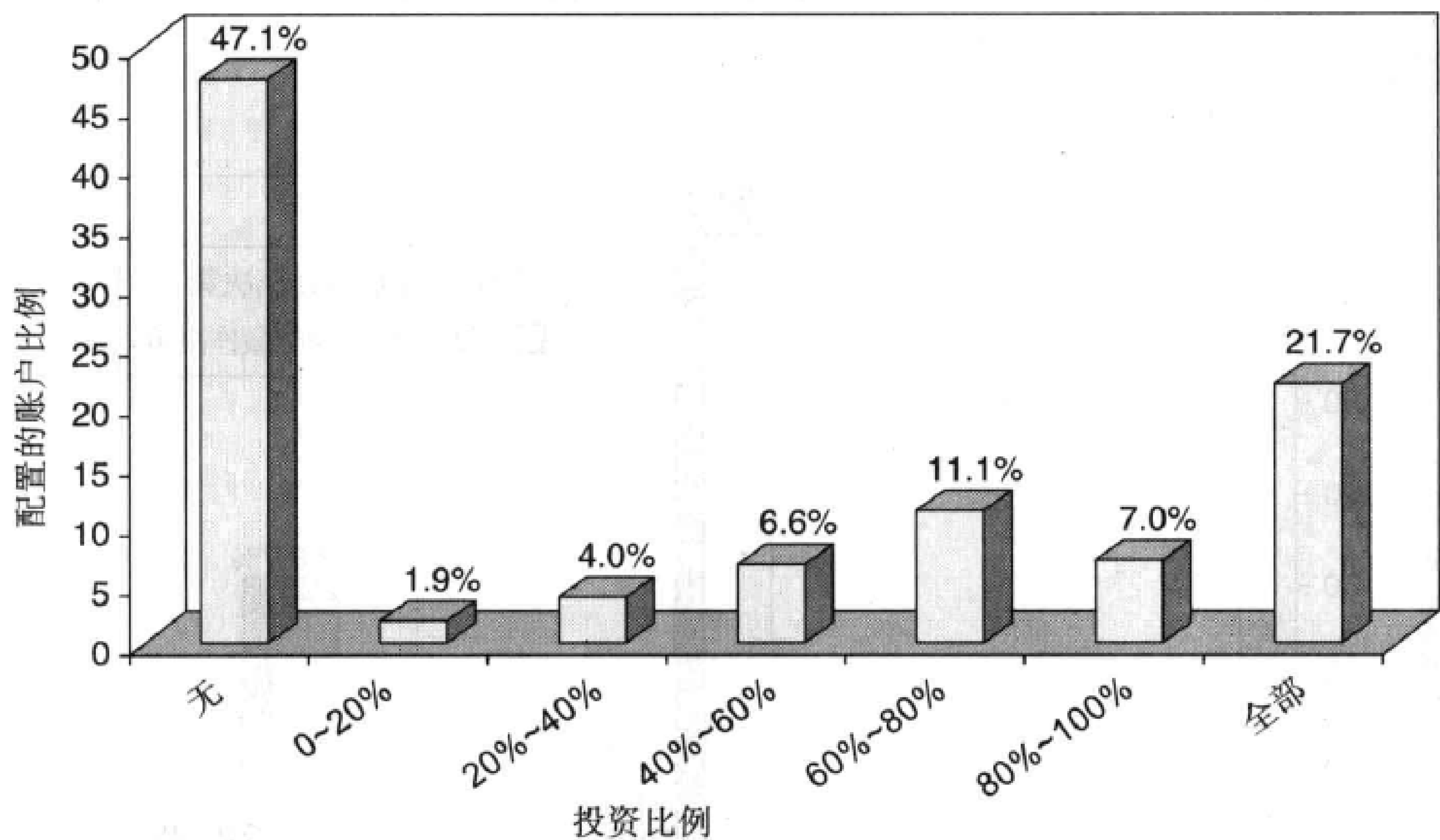


图 6-1 退休基金在股权投资的配置

一项关于某企业对其 401（k）计划修改情况的分析显示，雇员通常不会考虑企业配缴部分的资产配置问题。[15] 在政策改变之前，他们只选择自缴那部分的配置，配缴的那部分全部投向了本公司股票。在 2003 年 3 月政策改变之后，雇员开始既对自缴的也对配缴的资金进行资产配置了。

图 6-2 展示了投资雇主公司股票的情况。在政策改变前的 6 个月里，新雇员只对自缴部分作出配置决定。他们选择拿出平均 25% 的自缴资金购买雇主公司股票，而配缴部分则几乎全部用于购买本公司股票。所以，这样计算下来，自缴和配缴两部分资金中有近 60% 投入了本公司股票。而在政策改变后的 6 个月里，新雇员将自缴部分的大约 25% 资金以及配缴部分约 1/3 投入了自己公司股票。这种配置使得全部资金中大约 27% 配置给了本公司股票。注意，这个比例几乎还不到政策改变前的所投比例的一半。如果 401（k）计划参与者只愿意拿出全部资金的 27% 投资本公司股票的话，那么配缴部分如果事先被指定全部投入本公司股票时，雇员本应该不会动用自缴部分投资本公司股票了。然而事实上，在两个不同时期，他们自缴部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分的配置情况几乎是一样的。配缴部分的配置看上去并没有影响到他们对自缴部分的配置安排。

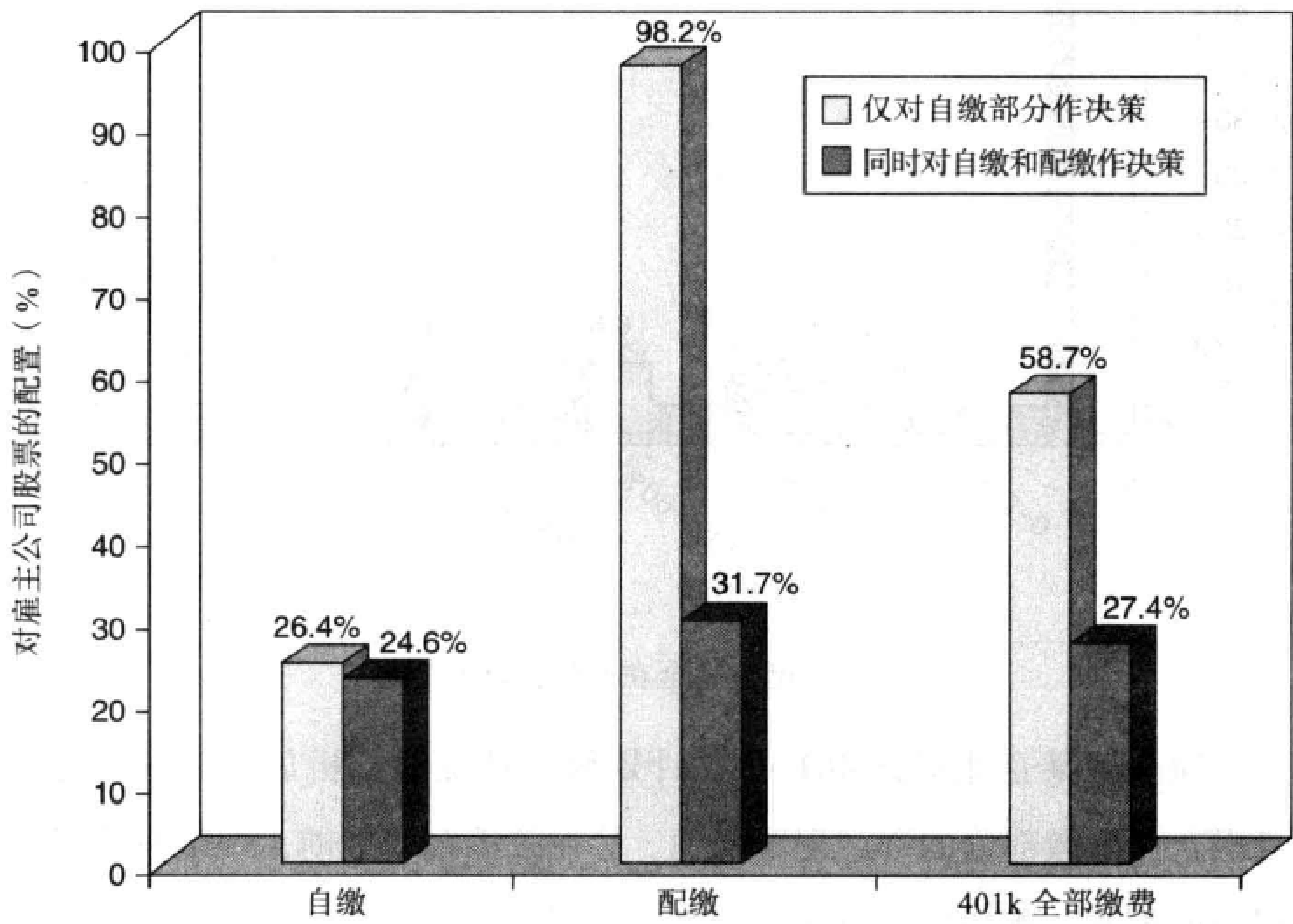


图 6-2 员工自主决定对雇主公司股票的配置

心理会计还会影响投资者对投资组合风险的感知。忽视各项投资之间互动的倾向，导致投资者对在现有投资组合中增加一只证券的风险产生误判。第 7 章描述了心理会计是如何一层一层地建立投资组合的。每一层都代表满足不同心理账户的投资选择。这个过程使得投资者可以分别实现每个心理账户的目标。但这样却无法实现最佳投资组合理论提到的风险分散化收益。事实上，人们一般不会想到投资组合的风险。看看这个情形，金融顾问建议客户投资风险更大一些的股票，来为自己退休生活多赚点钱。如果提问客户："你是愿意拿自己的一部分钱多冒一点风险，还是愿意用全部的钱少冒一些风险？"[16] 人们一般都会选择前面一种情况，这符合心理账户理论，而后一种情况则与现代投资组合理论一致。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对市场的影响

心理会计奠定了将不同投资置于不同账户的基础，每项投资都是被单独考量的。每个心理账户设定的参考值决定了现有股票是盈利还是亏损。心理会计过程还可能会掺杂其他的心理偏差，比如处置效应（见第 3 章）。我们应该还记得处置效应会促使投资者过早卖出盈利股票，而过久持有亏损股票，那么如果将心理账户与个人投资者的处置效应相结合，会对股价产生什么样的影响呢?

如果许多投资者在同一只股票上都有未实现资本盈利和未实现资本亏损，那么这些受到心理偏差影响的交易就可能扭曲这些公司的股价。马克·格林布拉特和宾·汉认为一个公司过去的好消息以及股价上涨会产生更大的抛售压力，因为处置效应预言人们会卖出盈利股票，[17] 这种出售行为会使盈利股票的价格低于其基本价值。相反，如果出现了一个公司的坏消息，那么其股价就会下跌，但是处置效应会让投资者持有亏损股票，缺少卖盘会使股价高于其真正价值。他们由此得出结论：“一般来说，在均衡状态过去盈利股票被低估，而过去亏损股票会被高估。”对于前者，它们在未来一段时间内的走势就可能持续向好，而后者可能在未来一段时间里仍然表现不佳。这种模式被称为“股票收益动量”。他们声称该模式是由于投资者受到心理会计和处置效应的双重影响而产生的。为了解释这一观点，他们评估了每只股票的未实现资本盈利（或亏损），采用的方法是将这些股票过去的价格和交易量汇总计算出总的成本基准。将此成本基准作为参考值，用来确定未实现资本盈利或亏损状况。与具有较高的未实现亏损的股票相比，未实现盈利较高的股票每年的业绩要好 10%。在控制了未实现资本盈利和亏损之后，用过去的收益率就无法再预测将来的收益率。他们认为所谓收益中的动量实际上就是心理会计和处置效应的衍生物。平均来说，账面资本盈利的股票将来要比账面亏损的股票的平均收益率更高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

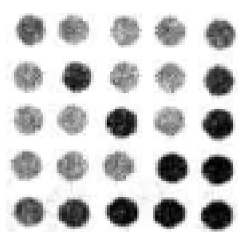
小结

心理会计过程导致了人们孤立地考虑自己的各项投资。所以，人们不会留意诸如分散化和税收掉期这类因投资间互动而产生的收益或成本。这种片面狭隘的思维框架造成了糟糕的资产配置，以及将太多的资金投入到雇主公司的股票。心理会计放大了处置效应。当这种情况很突出的时候，过去的盈利股就会被低估而亏损股会被高估，导致市场收益动量模式的出现。

思考

1. 为什么人们会为度假提前存钱却倾向于借款和赊购消费品？其中包含了哪些因素？
2. 为什么投资者倾向于在同一天内一起卖出所有的亏损股却把盈利股的出售分别在几天内进行？
3. 税收互换的使用是如何克服心理偏差的？
4. 预提税率的改变是如何影响人们的财富的？
5. 请解释心理账户与处置效应结合起来对股价的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 7 章
Chapter 7
构建投资组合

前一章详细探讨了投资者如何应用心理会计来追踪与每个账户相关的成本及收益。心理会计还会影响你如何看待自己的投资组合。

现代投资组合理论

50 年前，诺贝尔经济学奖获得者哈里·马科维茨教我们要将所有的投资看作一个投资组合。按照马科维茨的说法，投资者应该考虑如何让组合中的所有投资在可接受的风险水平上获得最高的预期收益。将投资整合成投资组合，要求投资者考虑分散投资问题。虽然投资者喜欢这个观点，但是他们采取的分散化策略与马科维茨投资组合理论建议的分散化投资并不相同。

为了用好投资组合理论，在每项潜在投资上，你必须考虑三个重要特征。前两个分别是预期收益率和风险等级（通过收益的标准差来衡量），对于投资者来说，了解风险和收益的重要性是理所应当的。第三个重要特征是每项投资收益之间的相关性。相关性指的是投资项目之间如何相互影响。心理会计难以应用这些特征。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心理会计和投资组合

投资者通常将每项投资放在独立的心理账户。心理会计的结果之一就是削弱了心理账户之间的互动，这会对投资组合的构建产生不利影响。让我们来看看最近动荡的股市。股票往往在一天内就经历了暴涨或暴跌的情况。现代投资组合理论指出，可将不同的投资结合起来以降低这种波动性。通过比较不同的投资项目的价格变化，就可以建立一个低风险的投资组合。

例如，图 7-1 中的 A 股票和 B 股票的收益率和股价随着时间的变化几乎相同。两只股票都经历了大幅度涨跌，但是每当 A 股票上涨的时候，B 股票一般都是下跌。因为这两只股票通常呈现对立相反的价格运动，所以如果同时买入这两只股票就可以降低投资组合的风险。也就是说，你拥有这两只股票的投资组合比你只拥有其中一只的波动性要小一些。

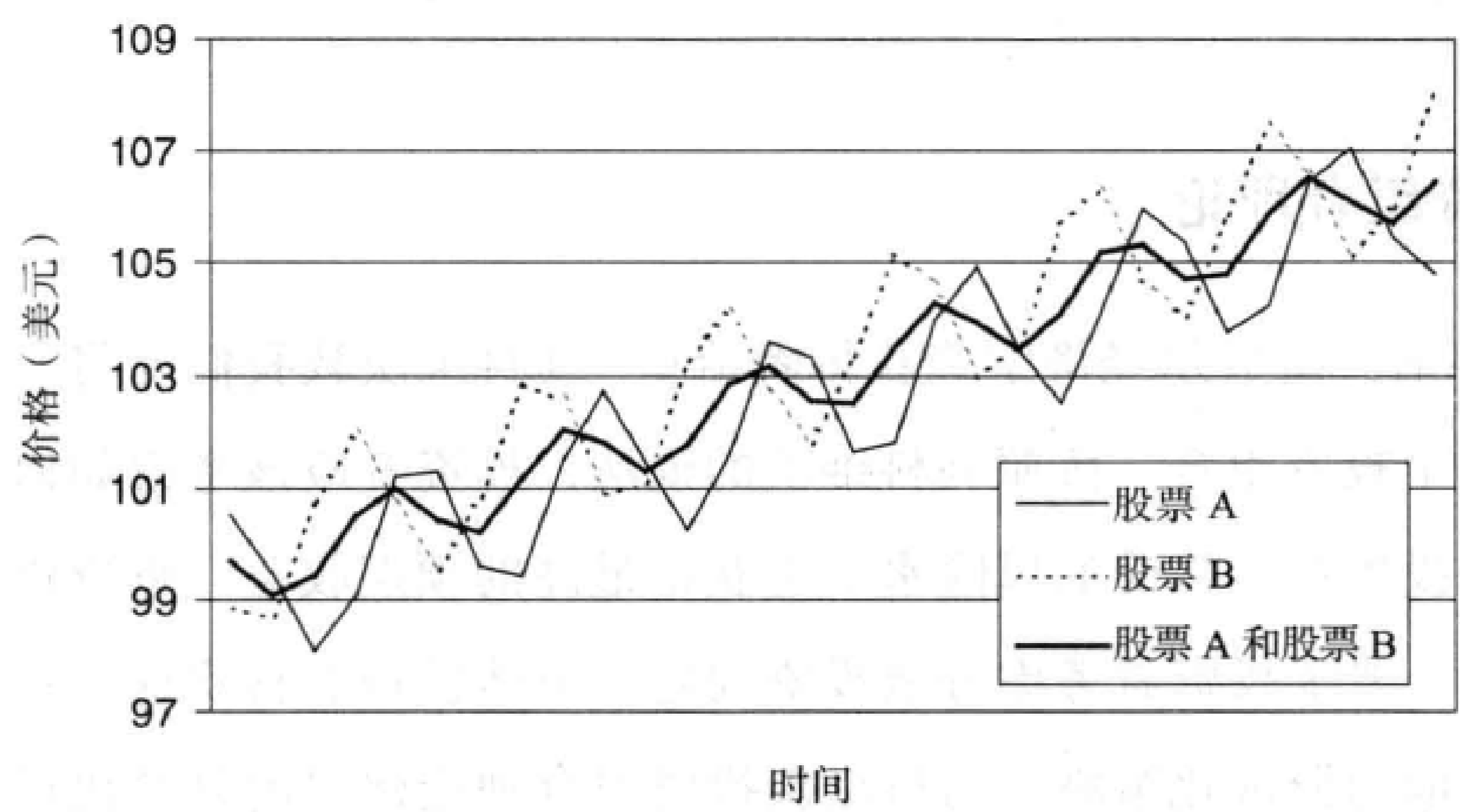


图 7-1　将股票组成投资组合

然而，建立一个投资组合以降低风险（从现代投资组合理论的角度看）就意味要考虑到不同投资之间的互动，不幸的是，投资者通常将每项投资看作独立的心理账户，并倾向于忽略其间的互动。所以，构建投资组合和降低风险最有用的工具就是各种投资间的互动，但由于心理账户的存在，这种互动难以得到有效利用。[1]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相反，投资者建立投资组合的方法是单独对每项投资作出购买决策。通常情况下，投资者选择投资项目的方式就好像在冷餐会上挑选食物。他们可能这样对自己说：“这个看起来不错”“我觉得应该要点那个”“可能这个也得要一点”“我好像听说过那个”。因为每个心理账户之间的投资并不发生联系，所以买入新的证券和开立新的心理账户的决策，并不包括投资标的与其他投资项目之间的相关性。

风险感知

将每项投资看成一个独立的心理账户会导致投资者对风险产生错误感知。投资者评估每个潜在投资的方式好像他们就只做这一项投资，然而，大多数投资者已经有了一个投资组合，而且在考虑增加新的投资。因此，关于一项新投资的评估的一个最重要的考量就是当加入这一投资时，投资组合的预期风险和收益率将如何变化。换句话说，新的投资与组合中现有的投资项目如何相互影响才是最重要的。不幸的是，人们在评估心理账户间的相互影响时存在困难。看看以下的例子。

> 你拥有一个分散化的投资组合，其中包括大型国内公司股票、国际公司股票和固定收益证券。你正在检讨以下的投资：商品、公司债券（高等级）、新兴市场股票、欧洲和东亚地区公司股票、高收益债券、房地产、罗素 2000 成长型股票指数、小盘股和国库券。增加以上的投资会对现有投资组合的风险产生什么影响呢？

笔者邀请修读投资学课程的 45 名本科生和 27 名研究生以及 16 位投资俱乐部成员，根据对投资组合的风险影响将这九项投资分类。请注意这项试验的参与者并不知道收益率、风险和相关性等信息，他们必须根据自己的知识和经验来作出决策。图 7-2 显示了这三个组的调查结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

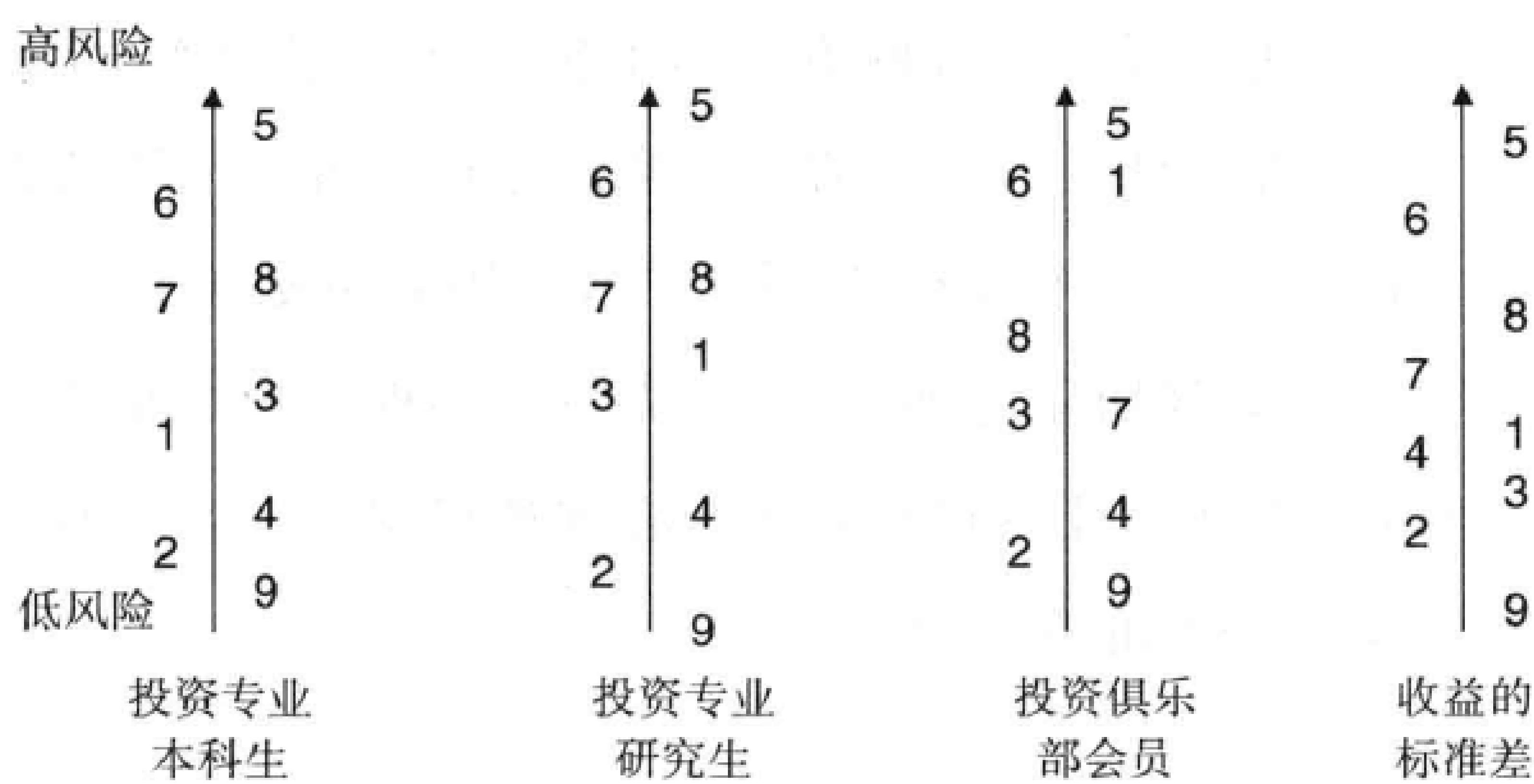


图 7-2 投资者对组合风险分布的看法

注：1. 商品（黄金、石油等）；2. 企业债券；3. 高收益企业债券；4. 房地产；5. 新兴市场股票；6. 欧洲和东亚的股票；7. 小盘股；8. 小盘成长型股票；9. 国库券

受访者一致认为国库券和公司债券对整个投资组合增加的风险最小，而房地产、商品和高收益债券增加的风险较高，小盘股和外国公司股票是新增风险最高的。请注意三组受访者对于每项投资对现存投资组合风险的贡献的排名相似。图中最后一组排名是根据 1980 ~ 1997 年各项投资的月收益率的标准差计算出来的。[2] 标准差是衡量投资风险的一个好方法。三组对这些投资的排名顺序和风险贡献率与使用标准差衡量出来的风险排名是基本一致的。

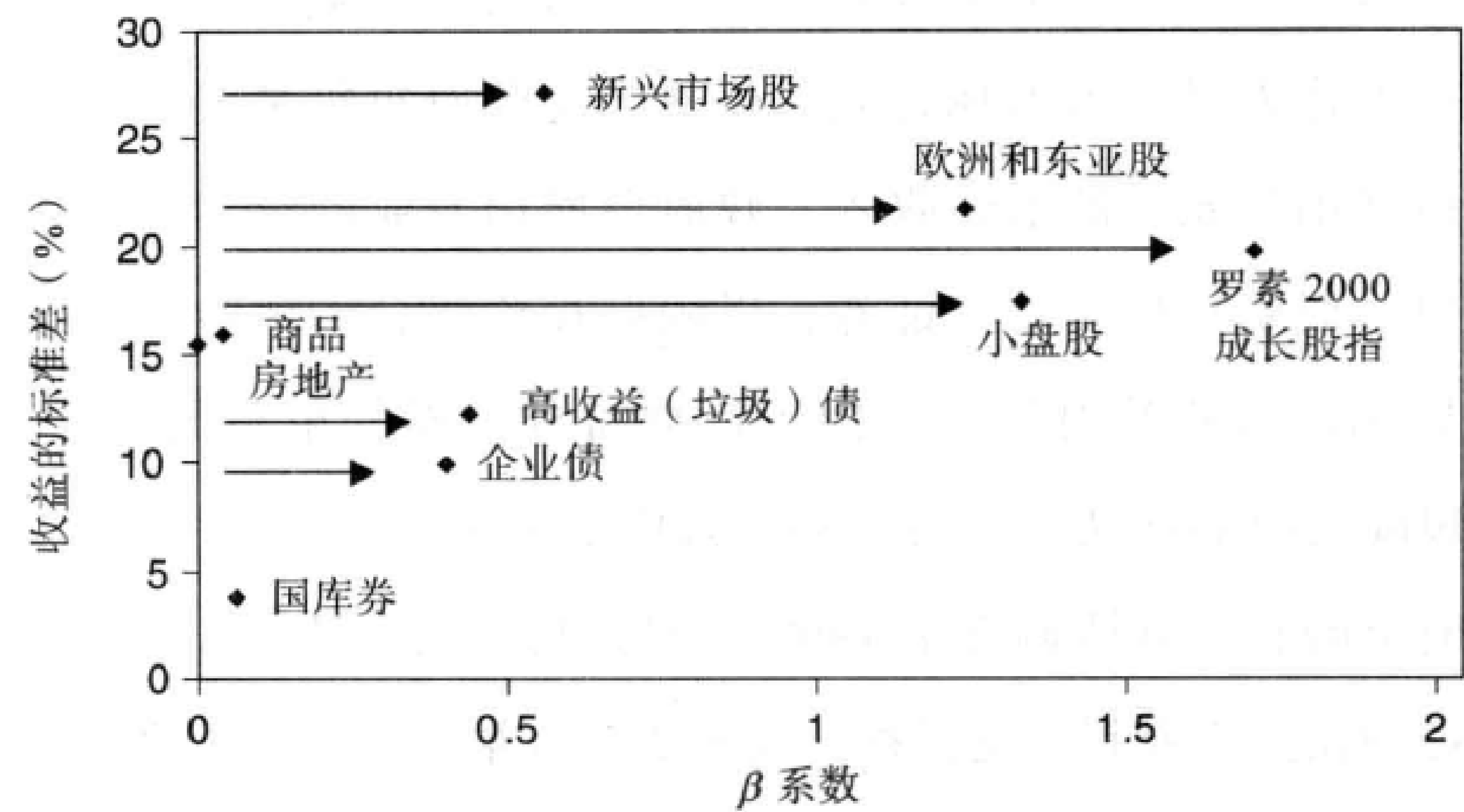
然而，标准差衡量的仅仅只是单个投资的风险，却没有显示出增加投资项目如何对投资组合风险产生影响。还记得前面的一个例子吗？ A 股票和 B 股票的风险一致，但将它们整合为一个投资组合就减少了风险。每项投资的风险等级并不重要，重要的是每项投资如何与现有的投资组合互相影响。看看图 7-3a。

图 7-3a 描述的是每项投资的月收益率标准差以及对现有投资组合的风险贡献率。风险贡献是用 β 系数来表示。β 值大于 1 表示的是该投资会增加投资组合的风险。β 值小于 1 指的是增加该投资会降低投资组合的风险。

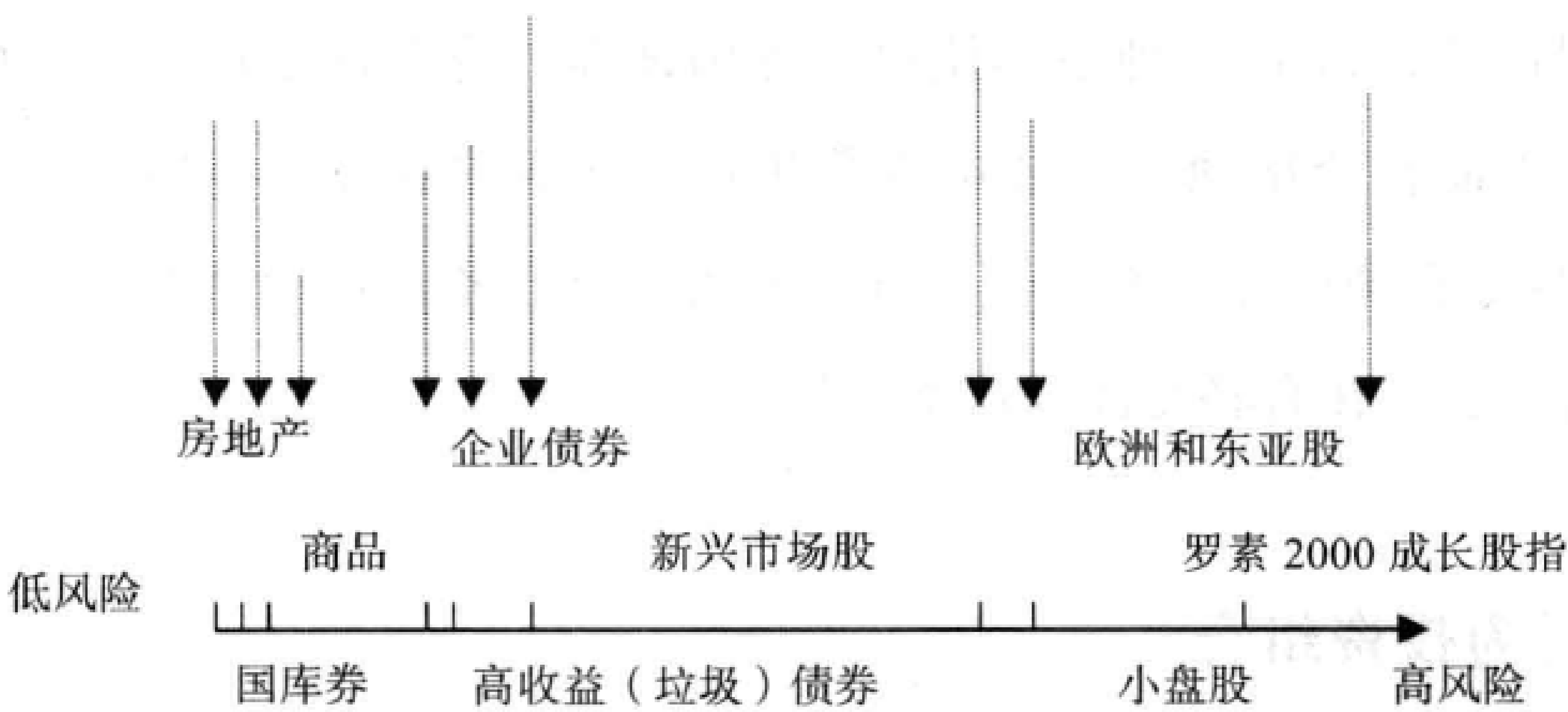
请注意，图 7-2 中的最后一个风险排名就是图 7-3a 的纵轴。由于心理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会计的存在，投资者将在投资组合中增加一项投资的风险看作每项投资自身的风险（标准差），但是新增投资对投资组合风险的真正影响是由横轴表示出来的。图 7-3b 表示的就是横轴——投资与现有投资组合之间的互动关系。



a) 投资风险和组合风险分布



b) 加入其他投资后的组合风险改变

图 7-3 组合风险变动

图 7-3b 表明，如果你想降低投资组合的风险，那么就应该加入房地产和商品这两种投资。你是否觉得奇怪呢？ 小盘股和罗素 2000 成长股指增加了投资组合的风险。根据受访者的观点，新兴市场股票是以上例子中风险最大的投资品种，但是，如果将新兴市场股加入投资组合，经过与现有投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资组合的互动之后，它反而会减少投资组合的风险。

现实世界中的风险感知

公共养老金计划向我们阐释了因心理会计而产生的错误感知是如何影响投资组合的。公共养老金计划是针对一些公共事业类雇员（如教师、警察、州市工作人员）的退休计划。州或当地政府每年都要留出一笔钱来投资，并最终用作雇员的退休收入。政府会雇用专业的资金经理用这些钱作投资，但一般要求投资特定证券，以限制投资组合的风险。由于受到心理会计的影响，这些政府官员趋向于依据每种证券的单独风险（见图 7-3a）而不是风险效应的互动（见图 7-3b）来作出决策。

政府金融官员联盟调查了 1999 年的公共养老金计划，要求养老金计划的投资经理就投资限制问题作答。共有 211 名养老金计划经理作出了回应。[3] 你应还记得图 7-3b 表明，房地产、公司债券甚至外国股票都可以减少投资组合的风险。然而，14 位经理表示不能投资房地产，8 位经理表示不能投资公司债券，19 位经理说不能投资外国证券。许多计划还有其他的一些限制，如限制投资房地产、公司债券和外国证券的数额不能超过投资组合总额的 5%。有趣的是，有 3 位经理甚至说不能投资国内股票。那些制定政策的政府官员实在有必要读读这本书！

构建行为投资组合

投资者喜欢分散化投资，但是他们却没有按照投资组合理论构建投资组合，那么他们又是怎样做的呢？

赫什 · 谢夫林和梅尔 · 斯塔特曼向我们展示了由于受到各种心理倾向的影响，投资者把投资组合视为由资产组成的金字塔。[4] 金字塔的每一层都代表了要满足某个特定目标的资产。来看看图 7-4 中的金字塔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

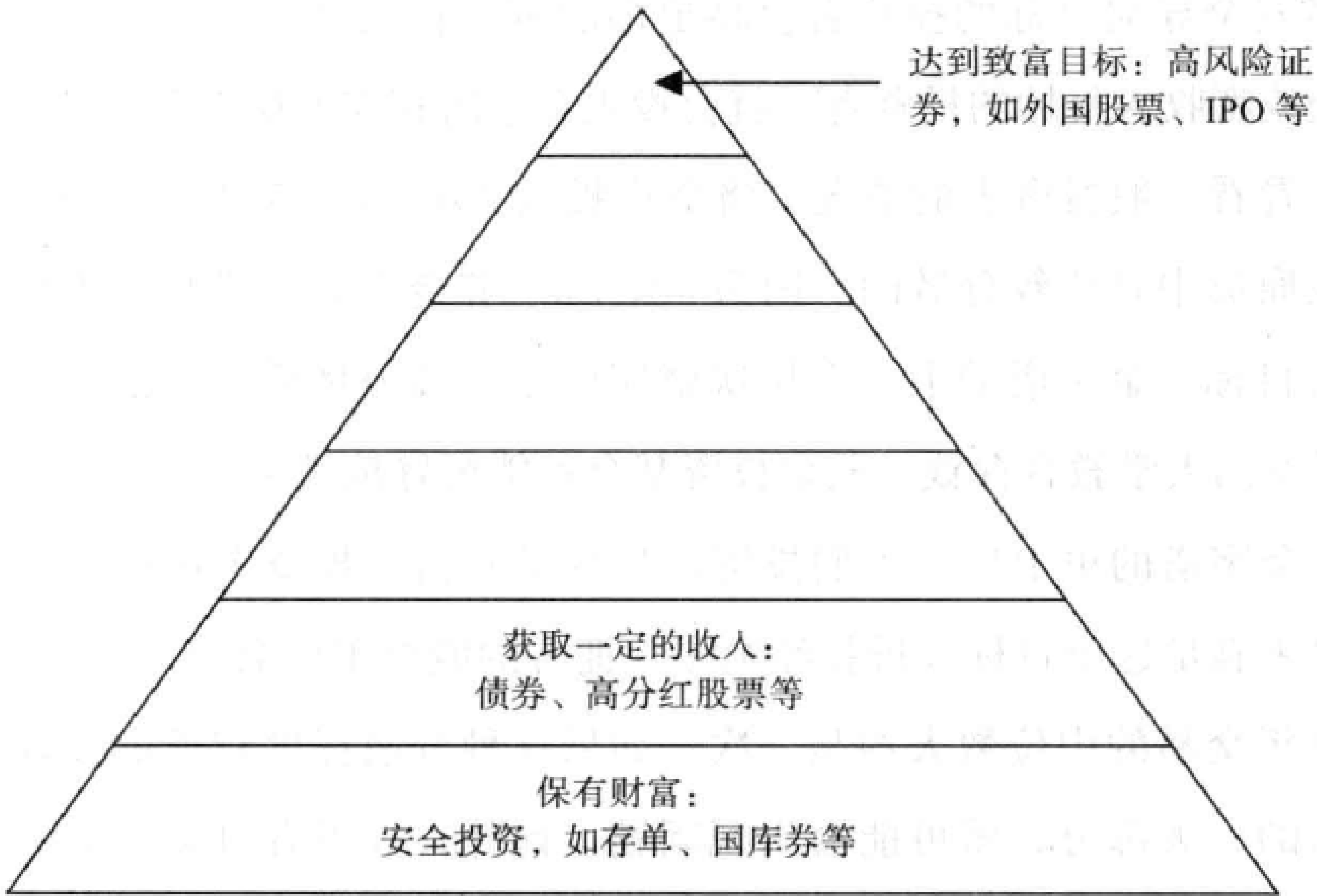


图 7-4 行为投资组合的金字塔

人们为每项投资目标都建立了独立的心理账户，且投资者愿意为不同的投资目标承担不同的风险。投资者通过寻找与心理账户的预期风险和收益率相匹配的资产，为每个心理账户选择投资标的。

首先，投资者有安全方面的目标。所以他们会将足够多的资产投入到最安全的一层（也就是金字塔的底部），这是其心理账户的要求。接着是能够承担更高预期收益率和风险的心理账户，可将资产分配到更合适的其他层。例如，退休的投资者需要投资收益，这就决定了要将资产投入具有高利息的债券和高分红股票的那一层。在满足这个收入目标之后，退休者的下一个目标就是能够赶上通货膨胀，那么该投资者就会将一部分资产投入成长股。

每个心理账户里都会有一定数目的资金来满足特定的目标。有安全要求的心理账户的数目决定了要在安全的投资项目上投入的资金数额。相反，一些心理账户是专为“致富”资产设定的。总的来说，投资者构建的投资组合内的资金分配，是由心理账户对每个资产类别的要求决定的。没有设

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定过多安全导向目标的投资者会将更多的资金投入高风险证券。有更强烈的安全或者收入目标的投资者，就会投入金字塔相应的层面上的证券。

来看看一般投资者的情况。将资产投入401（k）养老金计划的一般投资者在雇员中是比较分散的。因为401（k）养老金计划满足了人们退休后收入的目标，金字塔的下一个层次就应该是提高退休后的生活水平，或者是为子女的大学教育存钱。股票投资基金就能很好地满足这个要求。

在金字塔的更上层，人们投资的目标是致富。投资者可以利用折扣经纪账户来满足这个目标。折扣经纪账户拥有的股票中位数只需三只，[5]且投资者每年交易的中位数大约是三次。如果这种分散程度较低的投资占投资者财富的一大部分，就可能会出现问题。此外，投资者可能有时会通过股市赌博。阿洛克·库马识别出了具有彩票特征的那些股票，他发现喜欢赌博的人也极有可能购买这些股票。[6]正如彩票一样，这些彩票类型的股票的表现不佳，但是能够提供获取巨额利润的少量机会。

这些不同的目标和心理账户存在的结果，是大多数的投资者到后来都会有很多小型投资组合。投资组合的总体结构是由投资目标及相关心理账户的分布所确定、形成和改变的。投资者倾向于忽视心理账户间以及投资资产间的互动，结果，投资者的投资分散化就来自投资目标的分散化，而不是马科维茨投资组合理论所说的资产分散化。

最终，这意味着大多数投资者都还没有搭建有效的投资组合。因此，投资者为得到预期收益率承担了太大的风险。换句话说，就是投资者本可以从自己所承受的风险中获取更大的收益。

家庭投资组合

前面已经用经纪账户和退休金计划的详尽数据阐释了投资者的行为，但要想了解每个家庭采取的投资分散化策略，就要研究家庭金融资产的整体投资组合。每隔两年，美联储就会展开消费者财务调查，他们调查了大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约4 000户普通投资者的金融资产。

瓦勒里·博克维尼申科利用1983～2001年的消费者财务调查结果，对家庭的分散化投资情况进行了调查。[7]他发现投资者的许多行为都是源于为满足单独的目标而对资产进行分别投资的结果。例如，每个家庭在同一时期却表现出既有规避风险又有寻求风险的行为。他们既有股票基金这样分散化的投资组合，也会有只包含很少几只股票的集中投资组合。我们看看金融资产在100 000～1 000 000美元的家庭。在过去的几年里，10%～15%的这类家庭没有投资股票（不论是直接投资还是通过基金间接投资）。对于投资股市的家庭，他们平均用其金融财富的15%投资股票，而这些组合中仅有四只股票！平均来说，这些家庭金融财富的49%通过股票基金和养老金计划投入了分散化的股票投资组合。

请注意，这种行为与投资行为金字塔中投资两个不同层面的做法相一致。一个分散化的证券投资组合对于获得退休后比较富裕的生活来说是理想选择。当然，无法靠这种投资组合暴富，毕竟我们明白，无法在几年的时间里用分散的投资组合获得1 000%的收益率。如果要想暴富，只能通过构建非分散化的投资组合或买彩票，尽管这些做法成功的机会微乎其微。投资四只股票的做法就像孤注一掷想要暴富的欲望一样不现实。

风险偏好的驻留

人们试图将其风险厌恶水平与投资匹配起来。然而，他们看上去没能将整体投资组合的风险控制在希望的风险水平。相反，他们倾向于用自己期望的风险水平帮助选择每个单独的投资。这些投资构成了其投资组合。也就是说，投资者将构建复杂投资组合的决定分解为更简单的小问题，即寻找构成投资组合的各个部件。每个这样的部件都能满足投资者所期望的风险水平。

我们来看看这样一幅图景。比如一位投资者决定了他的风险规避水平，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以匹配一项波幅（标准差）为 50% 的投资。他的投资机会包括那些风险度不断提升的股票，比如波幅为 20%、30%、40%、50%、60%、70% 和 80%。

他如何才能将投资与风险水平匹配起来呢？一种可能性是分别考虑不同的股票，把一半的投资组合配置为最低风险的股票（波幅为 20%），一半配置为最高风险的股票（波幅为 80%），那么最终得到的是符合期望的平均波幅 50% 的投资组合。第二种可能性是选择中等波幅的股票（40%、50% 和 60%）组成符合平均波幅要求的投资组合。第三种选择是采用现代组合方法，从更宽的角度选择股票，将多只股票组合在一起，可以形成分散化效应并降低投资组合的整体风险。这样他就可以选择风险较大的股票（波幅为 60%、70% 和 80%），构建一个满足期望的整体波幅为 50% 的投资组合。

上述三种选择，哪种描述了投资者的行为？丹·多恩和古尔·休伯曼认为投资者倾向于采用第二种方式。[8] 他们以这种方式选择风险水平和股票。通过考察来自一家德国经纪行的 2 万多名客户，他们发现投资者倾向于挑选自己偏好的风险水平，并从其中选择股票。

当他们替换了投资组合中的一只股票，就会买入一只具有同样风险水平的新股票。最终他们发现，那些喜欢专门从风险环境里选股的投资者的表现要比其他人差，这是因为他们承担了太多分散化的风险。他们最好是放开去想，并设计一个整体风险水平符合要求的分散化的投资组合。

初级分散化投资

虽然投资者在作出投资决策的时候应该全面考虑投资组合，但是他们通常在一个狭小范围内作决策。例如为退休生活所作的投资。你的部分资产放在个人退休账户和 401（k）养老金计划等退休计划中，而其他资产则不在这些计划中。假设效率最高的投资组合包括 50% 的股票和 50% 的债券，那么你可能会将退休计划中的一半资金投入股票，另一半投入债券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你也会对其他的退休计划之外的资产作出安排。

但是，这并不是最佳的配置方法，因为你必须要为退休计划之外的资产收入（如债券）缴纳税款。更好的选择应该是将退休计划的钱投资债券，而用退休计划之外的资产投资股票。这样整个投资组合仍然是 50% 的股票加 50% 的债券，但是你每年要缴纳的税款却减少了。然而，投资者却很难这样进行投资，因为退休金中债券的保守配置不能与其投资目标相匹配，这可以从退休金心理账户中看出。

既然很多参与固定缴费养老计划的人不清楚如何设计一个适合的投资组合，一种预定的基金近来已经成了受欢迎的选择。这类基金被称作目标日期基金或者生命期基金，其设计思路是让投资者能够选择何时打算退休以及与此相匹配的基金。如果计划在 2035 年退休，那么以此时间为目标的基金可以选择现在开始配置 50% 的股票，但是随着时间推移，退休时间临近，这个比例会逐渐降低。该基金会随着投资者年龄增长而调整其生命期风险水平。对那些不想为起初的资产配置决定操心而不断调整 401（k）计划的参与者而言，这是一个理想的选择。在大多数情况下，选择了生命期基金的参与者应该将自己所有的退休资产投入其中。这当然还不算是这类基金的使用情形。威廉 · 奈斯米斯和史蒂芬 · 乌库斯在选用先锋基金的养老金计划中发现，只有大约半数的人向目标日期基金缴费的人会做得那么彻底，而另一半人通常会向三四个或更多的基金缴费。[9]

实际上，那些选择生命期基金和其他基金的投资者倾向于只向前者缴纳不到一半的退休金。注意，有趣的是，投资者通常分散化投资程度不高，当他们有机会投资一个特意为其年龄设计的完全分散化的投资组合时，他们却只拿出一部分钱来参与。

养老计划

401（k）养老金计划是投资者的心理账户以及初级分散化投资的一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很好的例子。雇主可以在401（k）养老金计划所覆盖的范围里，提供多种选择。例如，一个计划可以包括一只债券基金和三只股票基金，而另一个计划可能包括一只债券基金和一只股票基金。那么雇员们会怎样选择投资呢？

雇员倾向于使用一种"1/*n*"原则来使他们的401（k）养老金计划的投资分散化。有句古老的谚语说道："不要把鸡蛋都放在一个篮子里。"但是它却没有告诉我们应该如何放这些鸡蛋。我们是不是应该将鸡蛋平均放在几个不同的篮子里呢？如果有三种401（k）养老金计划的投资方案可供选择，我们是不是应该将钱在三种方案上平均分配呢？

有趣的是，不管他们面临的选择如何，以上情况通常都会发生。例如，该计划提供给环球航空公司机师的选择就包括五只股票基金和一只债券基金。如果这些机师采用"1/*n*"原则，那么我们可以预知投资组合中平均有83%（5/6）资金投入股票。事实是他们将平均75%的钱投入了股票，这比57%的全国平均比例要高得多。

另一个例子，加州大学的员工可以选择一只股票基金和四只债券基金，他们平均持股的金额只占到34%的资金。实际上，投资选择的种类数量和类型在雇员分配资金时似乎起到了重要的作用。这种情况显示至少有一部分雇员采用的是初级分散化投资的"1/*n*"原则。[10]当面临许多可供选择的投资方式时，雇员们通常就是从中选出三四种，并将资产在这些选择中平均分配。[11]

两位学者，基多·巴图森和格利特·珀斯特研究了人们在受控试验环境中选择投资的过程。[12]他们采用的是受过金融训练的受试者和真正的资金，让受试者在三个（或者四个）投资选择里挑选，这些选项都具有清晰的风险和收益特征。他们发现绝大多数受试者首先会划定潜在的投资项目，并判断其风险收益特征是否可以接受。在被视为可以接受的项目中，大多数受试者都会将钱平均分配。即便其中包括一项看起来很差劲的选择，这种做法也不会改变，如果将该选择与其他投资混搭，也会产生相当不错的分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

散化的好处。不幸的是，受试者在分配资金前，取消了这种组合。他们将这种行为称为有条件的平均分配法。也就是说，人们是在先取消某些选项之后才有条件地采用平均分配的法则。

另外一个例子是 401（k）养老金计划中公司股票的心理会计。雇员似乎将他们所在的公司股票与其他股票区别对待。1995 年约翰·汉考克金融服务公司进行的一项调查显示，大多数雇员都认为投资自己公司的股票比构建一个分散化的投资组合要安全。有趣的是，几年以后安然公司的情况向我们展示了投资自己公司股票的风险有多大。许多大型公司的 401（k）养老金计划中，超过 50% 的资产都投资在本公司的股票上。[13] 事实上，500 万雇员将他们账户中 60% 以上资金投资于自己公司的股票。

本公司股票是 401（k）养老金计划中最常见的投资选择。在对 170 个不同公司的 401（k）养老金计划的调查中，施洛莫·伯纳茨和理查德·塞勒发现，103 个养老金计划中包含了本公司的股票。在不包括本公司股票的 67 项养老金计划中，雇员将 49.2% 的资产投入股票。这种近似对半分的分配方式比较常见。但是，在可以选择本公司股票的雇员当中，他们平均将自己 42% 的资产投入本公司的股票。如果投资者想把资产平均分配投入到股票和债券中，他们就应该将剩余资产中的大部分投入债券。

然而，他们并没有这样做，而是将剩余资产在股票和债券之间平均分配。通过这种方式，参与包含本公司股票的养老金计划的雇员，平均将自己投资组合中 71% 的资产投入股票。这些投资者看上去是将本公司的股票放入了自己的心理账户，而与其他股票是不相关的。



小结

传统的金融理论工具（如现代投资组合理论）能够帮助投资者建立有效的投资组合，以便在可接受的风险水平上使自己的财富最大化。然而，心理会计却使投资者难以应用这些工具，相反，投资者使用心理会计与不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

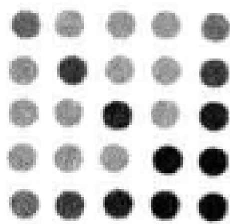
同资产分配的投资目标相匹配。这通常会使得投资者通过对所有可供选择的项目都投资一点来实现分散化投资，而不考虑自己选择投资的类型。

即使是那些克服了心理会计的倾向并且有效应用现代投资组合理论的投资者，也常常发现自己进退维谷。整合低关联度资产的概念，意味着持有的一种或多种资产可能在任何时候都表现得不是太好。甚至对那些信奉分散化投资的投资者来说，他们也发现自己无法接受其投资组合里那些表现不佳的资产，想从中解脱出来。

思考

1. 心理会计是如何让关联性这个概念难以被投资者运用的？
2. 考虑一个父母40岁左右，有一个十多岁小孩的家庭，如果这个家庭通过行为过程构建起投资组合，该组合可能是什么样？将其与按照现代投资组合理论构建的组合加以对比。
3. 如果投资者按照自己偏好的风险水平构建投资组合，请描述其中的股票并举例说明。它将可能以怎样的方式影响组合的分散化程度？
4. 投资选择的数量将如何影响到员工401（k）养老金计划的资金配置？
5. 如果投资者在四个投资选项（小企业基金、标普500指数基金、技术类股票基金、债券基金）里挑选，最终的资产配置在分别采用平均分配和有条件的平均分配之间的差别是怎样的？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 8 章
Chapter 8

代表性与熟悉程度

心理学家的研究表明，大脑选择走捷径的方式来降低信息分析过程的复杂度，心理学上称其为启发式简化。这些捷径使大脑可以在完全吸收消化现有信息之前就可得出一个大致答案。众所周知的有关捷径的两个例子就是代表性和熟悉度。大脑利用这两个捷径可以组织并迅速处理大量的信息。然而，这些捷径也让投资者难以正确分析新的信息，可能因此得出错误结论。

代表性

大脑一般会假定，拥有相似特征的事物是高度相似的。代表性思维就是基于固定思维模式的判断。看看以下的例子。

> 玛丽是一个文静、勤奋并且关心社会问题的女孩。她本科就读于伯克利大学，主修英语语言文学和环境学。基于这些信息，指出以下三种工作中，她最可能从事哪种工作：
>
> A. 玛丽是图书管理员。
>
> B. 玛丽是图书管理员，同时也是环保团体塞拉俱乐部的成员。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

C. 玛丽在银行工作。

笔者就此问题询问了一些主修投资学的本科生、工商管理硕士和投资顾问。三组受访者中，都有一半以上的人选择了B，即玛丽是图书管理员，同时也是环保团体塞拉俱乐部的成员。人们选择这个，是因为这两项工作代表了勤奋且关心社会问题的人会选择的工作类型，但是问题问的是哪一种工作的可能性更大，而不是哪一种工作让玛丽更开心。

答案A的可能性比答案B更大，因为作为图书管理员和塞拉俱乐部成员，也就一定是一名图书管理员，也就是说，答案A是答案B的一部分，因为答案B包括了答案A，所以答案A的可能性就更大一些。通常会有1/4 ~ 1/3的受访者认识到了这一点，所以他们选的是答案A而不是答案B。

尽管如此，最好的选择其实是答案C——玛丽在银行工作，因为被银行雇用的员工数量远比图书管理员要多。事实上，银行有如此多的工作职位以至于一个人在银行工作的可能性要比在图书馆工作的可能性大得多，但是，因为在银行工作与我们大脑走捷径得出的对玛丽描述的代表性特征不符，所以很少有人选择答案C。

代表性与投资

人们在金融市场上也会犯代表性错误。例如，投资者混淆了好公司与好投资的区别。好公司是指那些能产生大量收入，有高的销售增长率和良好的管理的企业。好的投资是指那些股价升得更快的股票。好公司的股票也是好投资吗？答案可能是否定的。[1]

依据公司过去收入持续增长的历史对股票进行分类的做法，忽视了这样的一个事实：很少有公司能把过去取得的高速增长一直保持下去。但是，这些高速增长的公司的股票很受欢迎，股价也被抬得越来越高。随着时间的推移，投资者会发现自己对未来增长的预测过于乐观。股价开始下跌，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这就是所谓的过度反应。[2]

三位金融经济学家研究了这一问题。约瑟夫·拉克尼肖克、安德烈·施莱弗和罗伯特·维什尼研究了通常被投资者认为是成长股的股票表现。他们将成长股贴上“热门股”的标签，被认为具有最小增长潜力的差企业的股票被贴上“价值股”的标签。投资者认为成长型公司就是公司业务持续上升的公司。他们计算了过去 5 年所有公司销售业绩的平均增长率。平均增长速度居前 10% 的公司股票被称作“热门股”，而平均增长速度居后 10% 的公司股票被称作“价值股”。投资者下一年应该选择“热门股”还是“价值股”呢？ 下个 5 年呢？

三人利用纽约股票交易所和美国股票交易所 1963 ~ 1990 年所有股票的数据得到了如图 8-1 所示的结果。[3] 如果你买入热门股，那么下一年的收益率是 11.4%，而如果买入价值股，下一年的收益率是 18.7%。热门股的 5 年期平均总收益率是 81.8%，而价值股则是 143.4%。

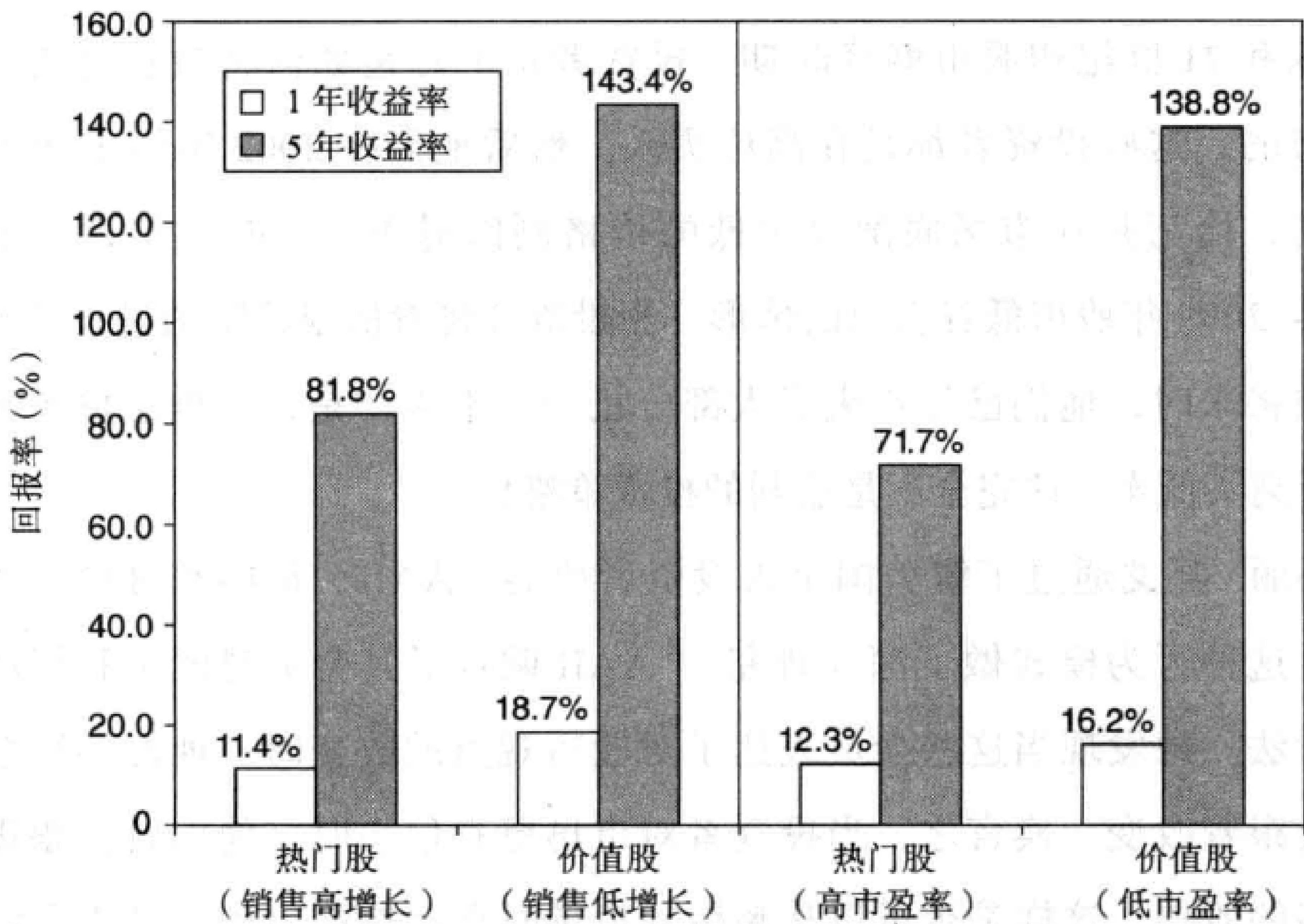


图 8-1 热门股和价值股 1 年和 5 年的收益率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

衡量热门股和价值股的另一种流行方法是市盈率。市盈率高的公司股票比市盈率低的公司股票更加热门。数据也显示采用市盈率作为衡量标准，价值股仍跑赢了热门股。

表现好的公司并非总是好的投资标的。投资者常常错误地认定过去业绩好的公司一定代表了将来的业绩，他们忽视了与这种看法不符的信息。好公司不会永远表现很好，正如差公司也不会永远表现很差。

外推法偏差

投资者还倾向于将股票过去的收益外推到将来。由于投资者相信过去的收益代表了股票未来的表现，因此外推法偏差被看作代表性偏差的一个子类型。

我们看一个关于是否投资股市的案例。投资者何时退出股市，他们何时又会回来呢？图 8-2 表明了每个月流入（或者流出）股票投资基金的资金以及用标准普尔 500 指数表示的股市水平。注意在 20 世纪 90 年代科技股泡沫和 21 世纪初股市巅峰时期，投资者每个月是如何将数百亿美元投入股市的。这些投资者都是在高位买入。然后他们在 2002 年年末到 2003 年年初，恰巧是在市场底部以很低的价格割肉退出。同时也留意一下在 2008 ~ 2009 年股市低谷卖出的情形。当投资者将看似很清晰的过去的趋势外推到将来时，他们已经错失了大部分机会。不幸的是，外推法偏差导致投资者高买低卖，这完全不是盈利的投资策略！

玛丽·邦戈通过了解美国个人投资者协会（AAII）每周和月度访谈结果，对这种行为模式做了深入研究。[4] AAII 调查了其会员对股市和资产配置的看法。她发现当这些会员表达了对股市观点的改变时，他们的股票配置也会跟着改变。换言之，当投资者对市场更有信心时，他们就会跟进买入更多的股票。这样是否可以从超级的市场时点把握能力中得到更多收益呢？不是，他发现他们把握市场时点的能力很差。他们对市场的看法改变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

似乎来自于既往的市场收益。当股市在过去三年里一直表现不错的时候，投资者会变得更激进。当市场表现不佳时，他们则变得更消极。这种外推法偏差导致作出糟糕的资产配置时点决策。

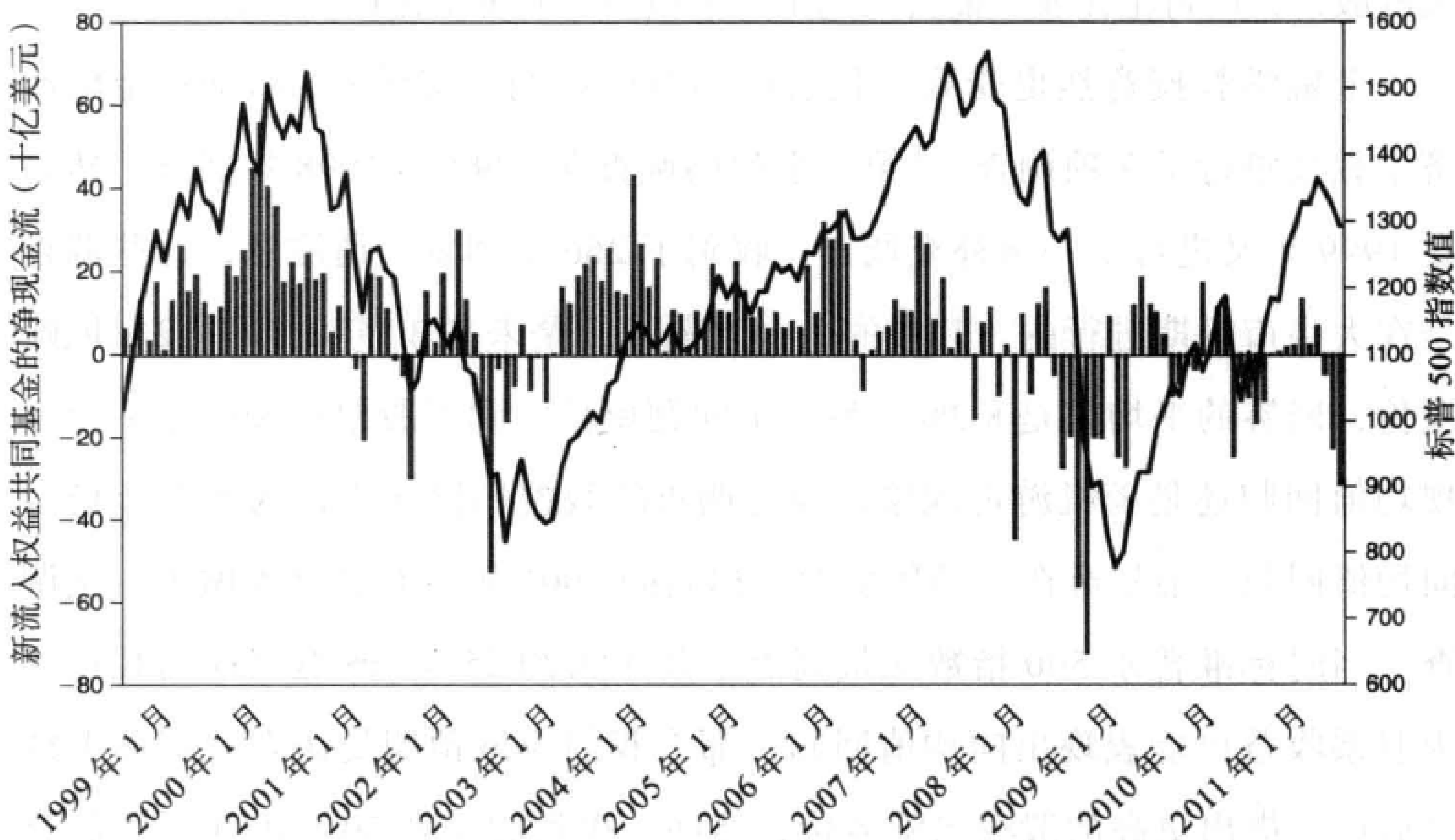


图 8-2 与标普 500 指数对比的每月权益共同基金市场净流入

投资者也会对个别股票和股票基金运用外推法，认为好（或差）的表现将会继续。例如，一只在过去三至五年里表现糟糕的股票被看作输家。另一方面，在同样长的时间里表现出色的股票被当作赢家。投资者认为过去的收益代表了未来可期的结果。投资者喜欢追逐赢家，买入价格具有上升趋势的股票。[5] 尽管如此，所谓输家在后来三年里将会跑赢赢家 30%。[6] 股票基金投资者也会犯同样的外推法错误。报纸杂志上刊登的近期表现最好的股票基金往往会吸引大量的新投资者。这些投资者都是在追逐优胜者。实际上，一个关于共同基金交易的研究结果发现，那些跟从共同基金的投资者在投资活动中也展示了其他的行为偏差。由于这不是一个优化策略，投在这方面的资金被称为“傻钱”。[7]

实际上，这类投资如此普遍以至于它有了自己的名字“动量投资”。这类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者寻找的是那些在过去一周、一个月或者一个季度表现好的股票和股票基金。动量交易员则寻求在过去几个小时或者几分钟内表现优异者。媒体又加剧了这种偏差的影响。例如,《华尔街日报》每天都会报道前一天收益率最大的股票，而哥伦比亚广播公司则全天播报当天股价变化最大的股票。

金融学教授竟然也受到了代表性偏差的影响。艾沃·韦尔奇对金融经济学教授进行了多项调查。[8]第一系列的调查在 1997 ~ 1998 年展开，然后在 1999 年又进行了一项补充调查，收到了 266 个回复。请注意，这些调查是在大牛市时期进行的。其中的一个问题问的是未来 30 年的预期股权风险溢价，回答的平均值是 8.2%。另一个问题单独问到了股票市场收益率会呈现均值回归还是随机游走现象，参与调查的教授们倾向于认为股票市场会向均值回归。韦尔奇在市场环境大不相同的 2001 年又对这批人做了一次调查。当时标准普尔 500 指数从最高点下降了大约 25%。既然之前的观点认为股票收益可能表现出向均值回归，那么我们应该预期受访者在市场下跌之后可能提出更高的股权风险溢价，然而，得到的未来 30 年的年平均股票风险溢价仅为 5.5%。请注意，这个数字远低于他们仅在三年前给出的估计。虽然最新估计要比原估计低了约两个百分点，他们仍在强调股票收益向均值回归的观点。然而，他们的估计与自己的前述观点并不一致，却符合这样一个观点：刚过去的最近结果就代表了将来要发生的情况。

一言以蔽之，投资者把企业既往业绩和股票过去的表现情况解释为未来预期的表征。不幸的是，从长期来看，企业通常倾向于回归到平均增长水平。也就是说，那些快速增长的公司会发现竞争日趋激烈，其发展速度也会慢下来。失望的投资者也会发现股票并没有像预期的那么好。

熟悉程度

人们偏爱自己熟悉了解的事物。粉丝会拥护当地的球队，雇员喜欢买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己公司的股票。这是因为他们熟悉这些球队和股票。

当人们面对两个风险选择而人们对其中之一更为熟悉时，他们将选那个较熟悉的。假设在两个不同的赌博游戏中，赌赢的机会是一样的而人们对其中一个更有经验的话，他们就会选那个游戏。事实上，即便这个较熟悉的赌博的获胜率更低，他们有时也会选择这一个游戏。[9]

不熟不投

在美国，可供选择的股票和债券有成千上万种，可供选择的外国股票和债券也很多。那投资者是怎样选择的呢？投资者是否分析过每项投资的预期收益率和风险呢？ 不，投资者一般只是选择那些自己比较熟悉的证券进行投资。[10] 投资一个自己可以看得见的公司会让投资者心安一些。

作为一个例子，我们看看美国电报电话公司的分拆。1984 年政府打破了该公司对地方电话业务的垄断，取而代之的是被称为“微型贝尔”的七个区域电话公司。分拆 12 年之后，古尔·休伯曼调查了这些微型贝尔电话的所有权情况，发现与其他地区的电话公司相比，投资者更愿意投资当地的电话公司，也就是说，他们觉得投资自己熟悉的公司会比较安心。投资经理也有选择当地公司进行投资的偏好。在持有公共事业股的一个类似研究里，发现投资者持有的当地公共事业股是拥有其他地区公共事业股的 4 倍。这种因熟悉而产生的偏好在所抽取的更老练的投资者样本身上也没有减弱迹象。[11] 靠近家乡的投资偏好也适用于投资经理。[12]

投资熟悉公司的倾向性导致了投资者将大量的资产投入所在的国家，这与分散化投资的传统观点差距甚远。投资者有“本土偏好”，因为与外国公司比起来，他们对自己国家的公司更熟悉一些。

图 8-3 说明了这种“本土偏好”。美国股市占全球股票市值的 43% 以上。日本和英国的股市分别占到全球股市的 10% 和 7%。因此，如果要将一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个股票投资组合分散化，投资者就应该将投资组合中的43%配置为美国公司的股票，10%为日本公司的股票，7%为英国公司的股票。事实上，传统的投资组合理论建议所有投资者都应采用这种配置方式。

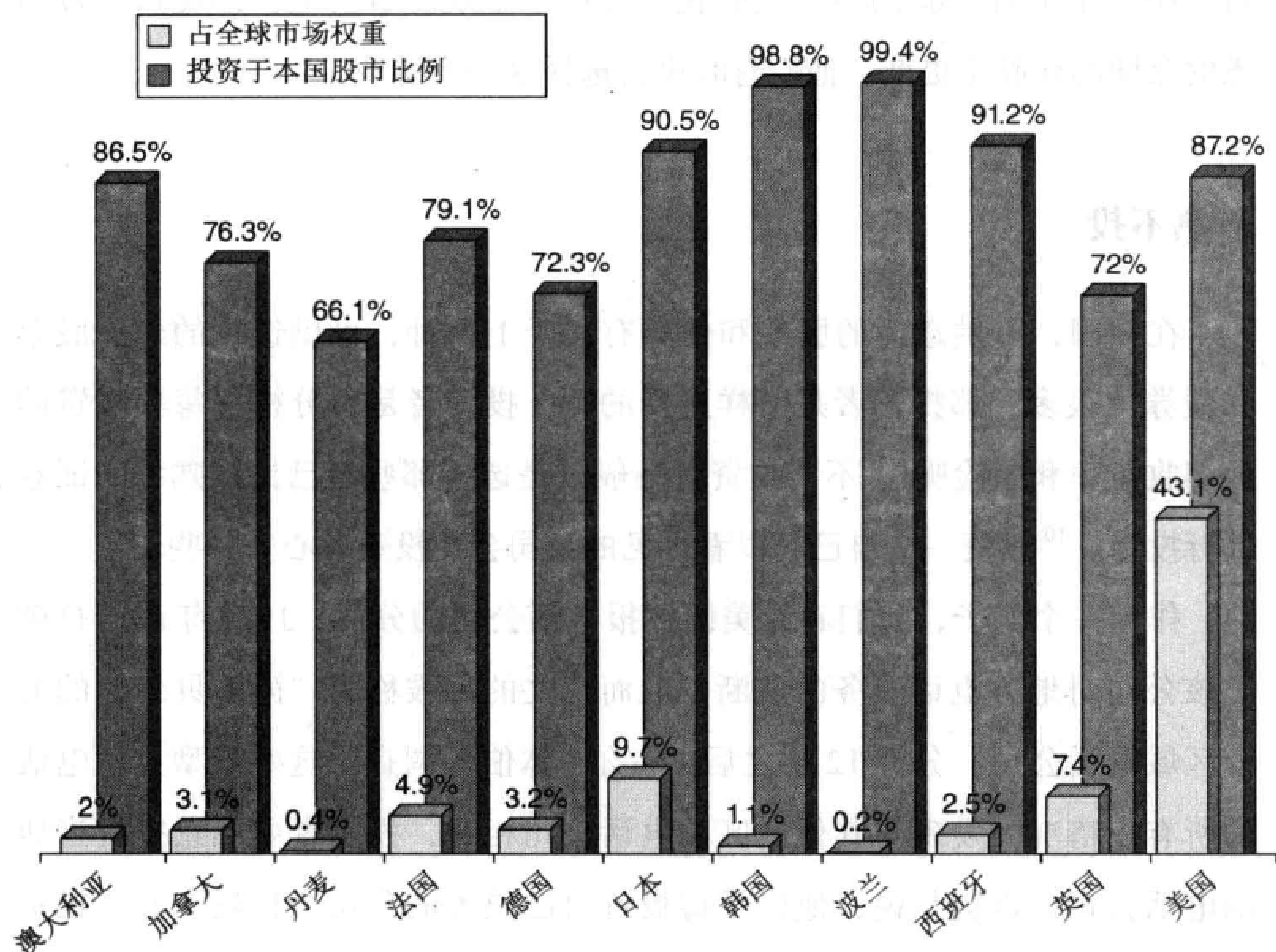


图 8-3 各国股市占全球市场权重与各国投资于本国股市的比例

现实中的投资者是否会采用这种配置方式呢？不会。国际货币基金组织调查了每个国家的股权投资组合的持有情况，发现投资者会把绝大多数的资金留在本国。美国投资者的股权投资组合中有87%的资产是投资在美国股票，而不是如投资组合理论预期的43%。日本的投资组合中有91%投入了日本公司的股票，而英国投资者则将72%投入英国股票。这些数字表明投资者倾向于购买自己比较熟悉的公司的股票，而人们一般对外国公司不太熟悉。

当人们确实将一部分资金投入外国公司的时候，他们会选择什么样的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外国公司呢？他们会首先选择自己比较熟悉的外国公司，就是那些产品认可度较高的大企业。例如非日本投资者会选择购买大型日本公司的股票。[13] 能够吸引非日本投资者的较小型的公司就是那些出口量较大的公司。也可以看看英国投资者的情况。图 8-2 显示德国股票基金投入本国股票的比例较小，那么当他们投资外国公司的时候会怎样选择呢？图 8-4 给出的是德国股票基金投资最多的六个国家。[14] 请注意，他们对外国公司的投资与全球股票比例并不一致。其投入美国公司股票的比例约为 13%，而美国在全球股权比例为 43%。德国投入法国公司股票的比例与美国股票差不多，而法国公司只占了全球股票的 5%。这种对某些国家过度投资而对另一些国家投资不足的行为也叫做“异国偏差”。德国投资者对于地理上与本国临近或者文化相似的国家有过度投资的倾向；而对于距离远得国家（包括地理上和文化上的差距），像日本之于德国，则投资不足。

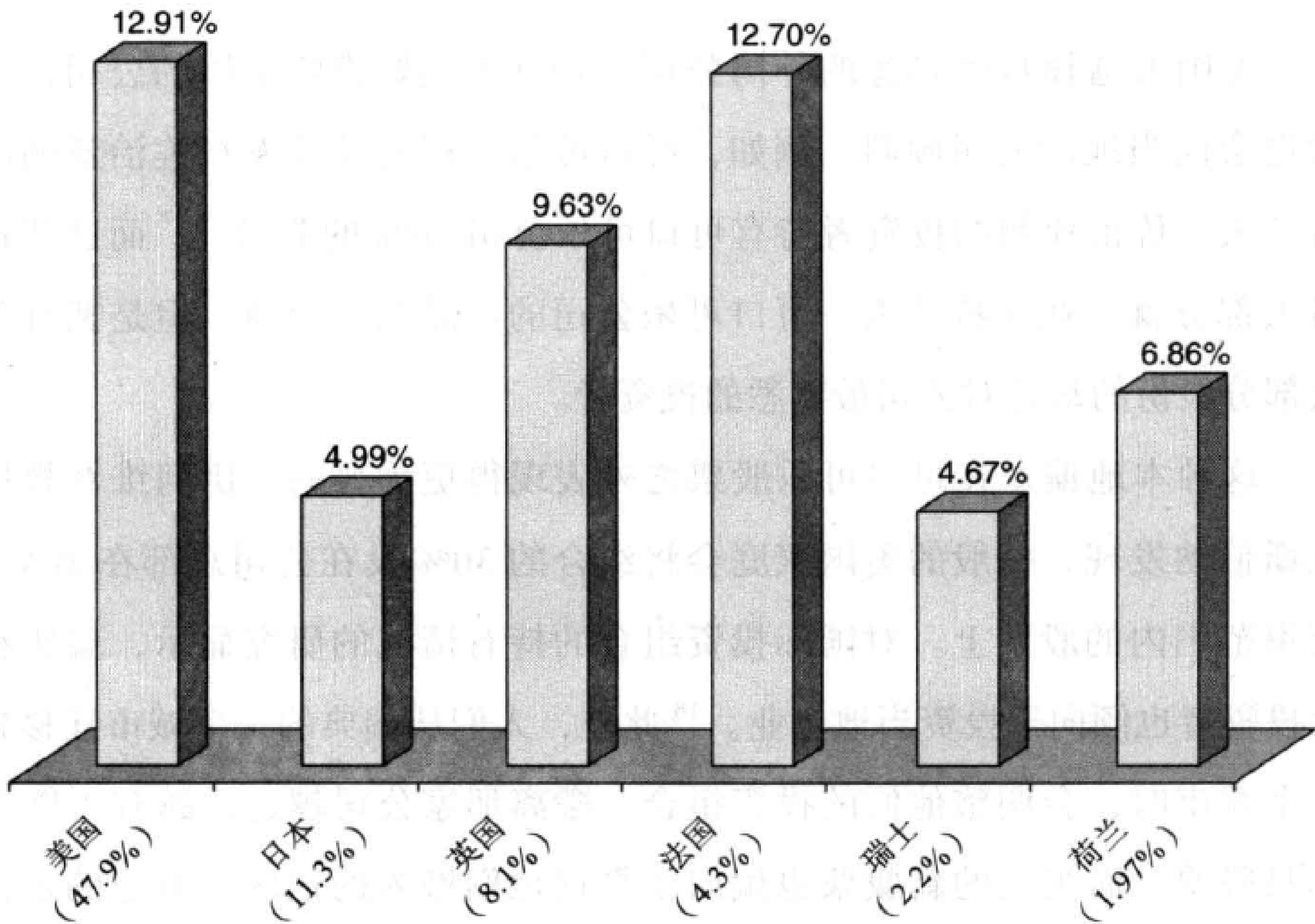


图 8-4 德国基金在其他国家股权投资，括号中是占世界股权市场的份额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章向读者说明了投资者不会想到要从现代投资组合理论的角度来构建自己的投资组合。如果投资者确实那样做了，他们本应会持有更多的国外股权。确实，投资者分配给外国公司股票的比例很少这一事实暗示了他们认为投资国外资产的风险比其历史水平要高 2 ~ 5 倍。[15] 投资者还认为，就收益率而言，自己熟悉的资产比不熟悉的资产要高。

美林公司每个月都向全球范围内的基金经理调研。欧洲大陆的基金经理预测本国公司的股票收益率比英国、美国和日本公司都要高。[16] 同时，英国基金经理则预测自己本国的收益率是最高的。总之，投资者总是认为本国公司的股票比外国公司的股票上涨得快。熟悉程度上的偏差导致投资者对自己熟悉的股票过度自信，因此对它们的预期收益率和风险的估计也过于乐观。类似地，他们对于不熟悉的股票的风险和收益率的预测也过于悲观。

本地偏差

美国人选择自己熟悉的外国公司，并且更偏好投资本国的公司，投资者也会向当地的公司倾斜。例如，可口可乐公司的总部设在佐治亚州的亚特兰大。佐治亚州的投资者持有可口可乐公司 16% 的股份，[17] 而这些投资者大部分就住在亚特兰大。可口可乐公司的产品销往全球，但是拥有公司大部分股份的却是对公司最熟悉的投资者。

这种本地偏差在可口可乐股票之外表现得更为普遍。伊柯维奇教授和维斯伯纳发现，一般的美国家庭会将组合的 30% 投在公司总部在离家 250 英里范围内的股票上。对国际投资组合的持有情况的研究显示，瑞典和芬兰投资者也倾向于投资当地企业。[18] 此外，人们从瑞典的一个城市迁移到另一个城市时，会调整他们的投资组合。搬离那家公司越远，越有可能卖掉那只股票。而买入的新股票也偏向于靠近他们搬入的地区。有趣的是，在芬兰，瑞典语和芬兰语都是常用的，企业可以选用其中任何一种（或两种都用）语言来发布年报和其他文件。芬兰投资者不仅偏向本地企业，也偏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向和自己使用同样语言的企业。简言之，投资者看上去更愿意投资他们熟悉的公司。由于地理上的接近而更容易进入视线，提升了熟悉程度。

专业基金经理也投资比较熟悉的公司吗？虽然美国的职业投资者有大量的信息来源和分析工具，他们还是倾向于投资当地的公司。尤其对于当地的小公司和高风险的公司更是如此。平均来说，专业基金经理投资的公司的总部与其办公室的距离，要比典型的公司近 100 英里左右。[19]

市场影响

如果一个心理偏差影响到了很多人，那么偏差行为汇总起来，就可能影响到整个资本市场。就熟悉程度造成的偏差而言，两项有趣的研究认为市场收益是受到了来自本地和本土偏差的影响。一些学者认为投资者的本地偏差扭曲了美国地区的股票价格。[20] 在某些地方，提供给投资者的公司很少。

既然这些企业是“当地唯一选择”，他们对于本地投资者的资金来说，面对的竞争很小。与其他地区的类似企业相比，投资者集中于很少企业带来的价格压力，会促使这些企业的股价升得更高。他们估计在南部诸州（企业相对较少）的企业价格要比中大西洋地区（企业相对较多）的同类企业的价格高出 7.9%。对于那些名声广为知晓的最大的企业，该效应较小（4.1%），而对 75% 的那些最小型企业，这个效应会大很多（9.9%）。总之，投资者的本地偏差可能扭曲小型、透明度不高的地区性公司的股价。

从全球范围看，在国外和本国投资者之间分担风险的行为降低了在特定股市的风险。较低的风险会因较低的风险溢价导致较低的预期收益，所以，长期而言，本国股市因有较显著的本土偏差只能得到较低的收益。

一项研究用某种方法计算了 38 个国家的本土偏差并将其与该国的 MSCI 指数收益率进行比较，[21] 图 8-5 是表明本土偏差与市场年收益（1998 ~ 2007 年，38 个国家）之间关系的散点图。注意，明显可以看到较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高的本土偏差对应着较高的市场收益。这在本土偏差较高的国家给企业带来了高资金成本。

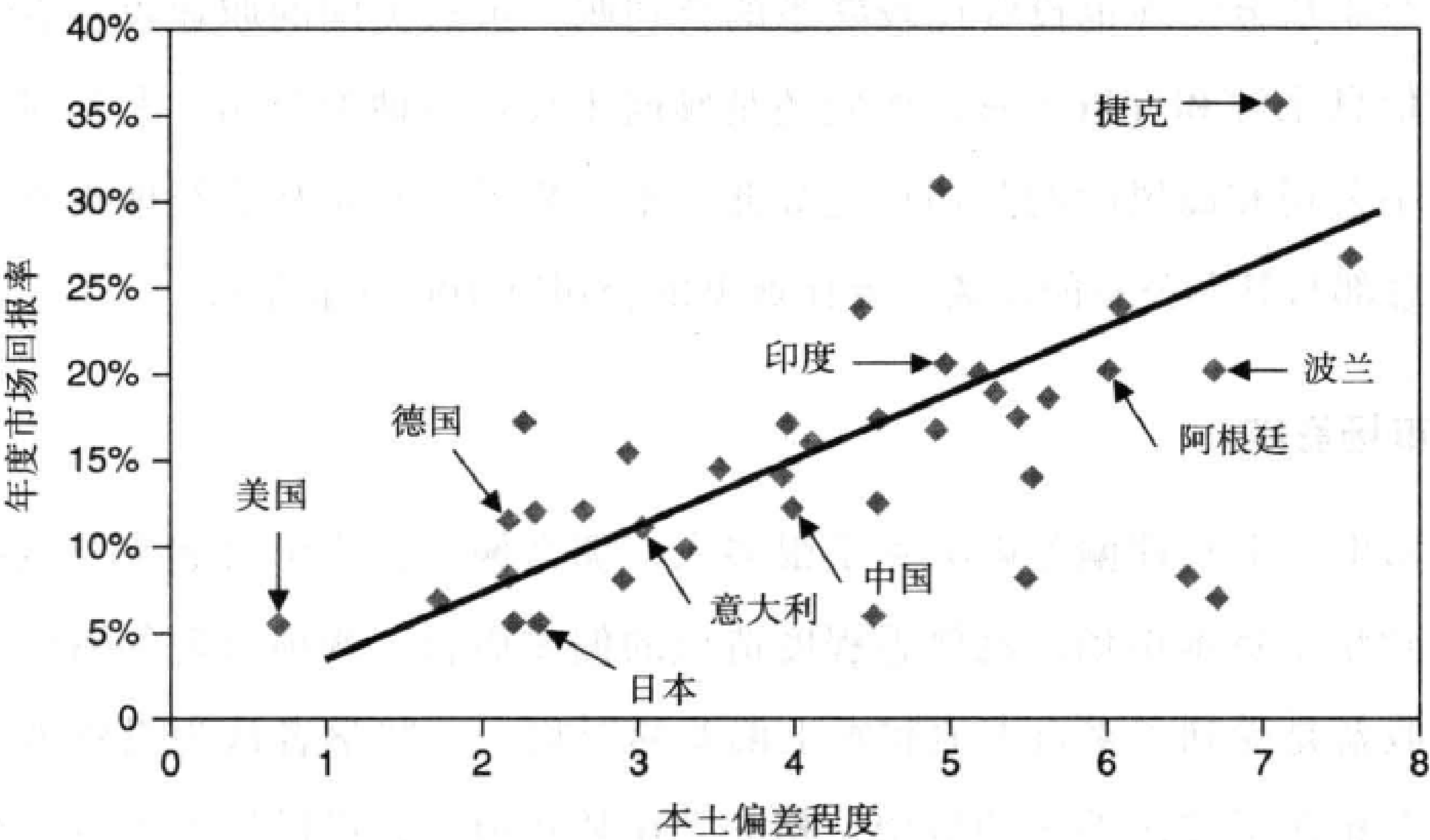


图 8-5 本土偏差与收益

熟悉带来的投资问题

你最熟悉的是哪家公司呢？人们通常对自己所工作的公司最熟悉，这种熟悉会导致公司雇员将自己的养老金投资在公司的股票上。例如，在401（k）养老金计划中，公司允许员工将钱投资到诸如分散化投资的股票基金、债券基金或是货币市场工具，一个较常见的投资选择就是本公司的股票。

传统的投资组合理论建议员工将退休资产进行分散化投资，也就是根据他们的风险承受程度，选择投资分散化股票基金、债券基金或货币市场基金。选择一只公司股票的做法并不符合分散化投资的要求。设想一下，既然员工的劳动力资本已经和公司绑在一起了，为了全面分散化投资，他们就应该避免再将自己的金融资产投入本公司。

如果你的工作和退休资产都依赖一个公司，你很可能会突然陷入困境。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考虑一下像安然和环球电讯这样的公司员工遭受的困扰吧。按最高股价计算，安然的员工401（k）养老金计划中有60%的资产投入公司的股票，而环球电讯的员工将401（k）养老金投入公司股票的份额达到53%。在公司宣布破产后，几千名安然员工的401（k）养老金损失了13亿美元。在安然和环球电讯破产之后，媒体报道说那些将退休基金全部投入公司股票的员工，一下子变得一无所有，而且许多人连工作也丢了。

员工将退休金投入公司股票的情况是不是很常见呢？在对美国246家大型公司的调查中，401（k）养老金计划42%的资金投入到公司的股票。[22]这种投资决策是员工自己作出的，他们之所以喜欢投资于本公司的股票，就是因为对自己所在的公司要熟悉一些。这种做法是十分危险的。

当你熟悉了某种东西的时候，你对它就可能出现扭曲的认知。球迷们通常认为自己喜欢的球队比其他球队获胜的机会要高一些。同样，投资者也更倾向于自己熟悉的公司，因为他们觉得熟悉的公司比不熟悉公司的收益率更高且风险更小。例如，美国人认为，美国股市的表现比德国股市要强一些，而德国人也认为德国公司的表现会更好一些。[23]同样的道理，员工们认为投资雇主的股票比投资分散化的股票投资组合更安全一些。[24]

投资组合过度集中在一只股票上的做法是非常危险的，然而，员工们却不愿意相信这种说法。晨星网站向投资者提了这样一个问题：“哪个更可能失掉一半市值，是你们公司还是整个股票市场？”事实上，与整个分散化投资组合相比，单个公司的股票更可能会经历这样的股价变动。但是，在作出回应的1 000多名投资者当中，只有16.4%的人认为自己公司的股票比整个股市的风险更大。[25]在未接受过大学教育的被调查者当中，仅有6.5%的人认为自己公司的股票比整个股市的风险更大。没有哪个公司比整个分散化的投资组合（如整个股市）的风险更小，显然是熟悉程度带来的偏差影响了人们对风险的认知。

大脑常常会运用熟悉性思维捷径来评估投资，这会导致人们将过多的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产投入他们所熟悉的公司，最终，就导致了整个投资的分散化程度不够大。总之，投资者在自己所在的公司、当地公司和国内公司的股票上配置了过多的资金。

熟悉带来的思维偏差和代表性思维偏差的共同影响

员工们常常会同时把熟悉程度带来的思维偏差和代表性思维偏差结合起来。我们来看看 401（k）养老金计划中的公司股票持有状况。在自己所在公司的股票上涨之后，员工往往倾向于买入更多本公司股票。[26] 对于那些在过去五年中股票增幅位于前 20% 的公司的员工，他们将缴费的 31% 投入公司的股票；而对在过去五年中股票增幅位于后 20% 的公司的员工，他们仅将 13% 投入公司的股票。雇员对 401（k）养老金计划的资产配置行为表明，他们用过去的股价走势（受到代表性思维偏差的影响）来决定是否买入本公司的股票（又受到熟悉程度带来的思维偏差的影响）。然而，他们却并不会因为是员工，是公司内部的人，就拥有更多信息。平均来说，雇员养老金投资比例高的公司，其表现并不比养老金投资比例低的公司表现更好。



小结

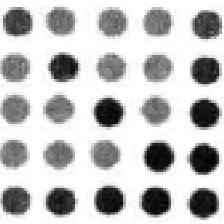
心理捷径也被称为启发式简化，可以帮我们分析形势并在日常生活中协助我们快速作出决策。然而这个过程也经常引导我们在分析有风险和不确定性的决策时走上歧途。既然投资决策包含了大量风险和不确定性，我们的决策就会受到各种可预测的偏差的影响。代表性偏差导致我们将过往的情况外推，并假设好的公司也是好的投资。由熟悉程度引发的偏差让我们相信自己熟悉的公司相对那些不熟悉的企业来说是更好的投资。所以，我们拥有更多的本地企业和本公司的股票，但只有很少的国际性的股票，这些心理偏差导致了低分散化投资和高风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

思考

1. 在每个共同基金的认购书里都可以发现一句话——“过去的表现不代表未来”。然而投资者仍倾向于用过去的表现作为投资决策的重要考虑因素。这是为什么？
2. 为什么投资者会认为在本国股市上的投资回报会更高而风险更低？
3. 本土偏差和异国偏差是什么？它们与熟悉程度的关系是怎样的？
4. 熟悉程度偏差和代表性偏差结合将会如何影响员工对401（k）养老金计划的选择？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 9 章
Chapter 9

社交互动与投资

人们通过与他人互动来学习知识。我们通过观察他人的行为了解其观点，但更享受交谈这种社会交往方式，换言之，我们喜欢说话聊天。我们谈论能让自己激动的事情、有趣的话题，甚至令人担忧的事件。交谈是获取信息和探测情绪反应的重要途径，并能帮助我们形成自己的观点。

在过去的 20 年里，我们的话题至少经历了一次巨大的转折，我指的是投资，这类言谈的社会规范发生了翻天覆地的变化。不久前人们还尽量避免谈及投资，询问他人的股票基金或谈论自己的股票都是不太得体的。

如今，有关投资的谈话随处可闻。你出去吃午饭的时候，总会看到电视上在播放 1989 年 4 月才开播的 CNBC 金融频道的节目。其他金融类有线电视频道，如 CNN 的财经新闻频道和彭博电视，都是随后成立的。今天，我们可以听到很多区域性和全国性的电台投资节目。社会规范的这种变化对我们的投资行为有重要的影响。越来越多的人开始谈论投资，在他们的带动下，其他人对投资的兴趣也日渐浓厚。

社会的这一变化对投资的发展水平影响巨大。1992 年，31.6% 的美国家庭参与了养老金缴款计划，截止到 2001 年，这个数字上升到了 66.5%，[1] 2004 年这个数字到了 73.5%。美国家庭正在制定比以前更多的投资决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们谈论投资越多，投资活动也就越多。

投资谈话

谈话实现了信息、意见和情感的快捷交流，这对股票市场和投资活动来说非常重要。股票经纪人与客户、其他经纪人进行交谈，分析师与主管和经理们打交道，由此形成了地区性的组织和协会，机构投资者组织了共享信息的小组，个人投资者则与家人、邻居、同事和朋友商量如何投资。

一项以 156 名高收入投资者为对象的调查显示：在一半以上的时间投资者会对股票产生兴趣，因为他们听别人提到过股票。[2] 此外，调查还发现，新投资者购买股票后会和公司中平均 20% 的人谈到该公司。

模仿邻居的投资组合

通过与人交谈可以获取信息并形成决策，因此擅长交际者比不擅长交际者更容易学习了解投资，这使擅长交际者投资股票或参与 401（k）养老金计划的可能性更大。一些研究人员研究了社交活跃家庭间的关系以及参与股市的情况。[3] 社交活跃家庭的特点是家庭成员乐于与邻居交流或喜欢参加教堂活动。通过一项家庭健康与退休研究提供的 7 500 个家庭的调查反馈资料，调查者发现，与非社交活跃家庭相比，社交活跃家庭投资股票市场的可能性更大。如果一个社交活跃家庭居住在股市参与率高的地区，那它投资股票的可能性更大。因此，如果一个人在合适的生活环境——那里有投资者的话，社交互动的影响就会被放大。

有学者把这个观点扩大到了投资者持有的投资组合。他们认为，有关投资的信息将以口口相传的方式在邻里间传播。[4] 即便投资者倾向于只在自己的交易账户中放很少几只股票（中位数是 4 只），他们仍然受到明显的邻里效应的影响。当这个家庭的邻居提高了在某行业的投资 10 个百分点时，这个家庭在同一行业的投资也会提高 2 个百分点。这种效应在投资本地公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的股票方面表现更显著。当你的邻居提高投资 10% 的时候，你可能会在数量上作出同样的提高。无论是用股票经纪数据还是所得税返还数据都证明了邻里效应的存在。在那些被视为较社交化的场合，信息传播看上去更强劲，表明居民对于从别人那里寻求建议越来越觉得轻松自然了。

社交环境

有句老话：物以类聚，人以群分。你的社交圈影响你的财富了吗？答案应该是肯定的。同类人聚集的群体往往具有相同的品位、兴趣及对相似生活方式的渴望。这种群体会将其热衷的信念发展成为社交规范，投资理念也是其中一部分。如果群体不看重投资，谈话将很少（也许曾经）涉及投资。而另一个同类群体可能常常谈论股票。社会环境影响一个人的投资决策。

一个常见的例子是 401（k）退休金计划（或其他缴费计划）的参与情况。参加养老金计划可以享受税收优惠，因此这不失为明智之举。如果企业能按比例为员工配缴养老金，那就更好了，但许多人（甚至是大部分人）并没有这样做。教育水平和工资水平是退休金计划参与度的决定因素，但社会规范也会影响他们的决策。

为了说明同类效应的显著性，让我们看看艾瑟·杜夫洛和伊曼努尔·萨厄对 436 名大学图书管理员的退休金计划参与率所做的研究。[5] 这些管理员在校园里 11 栋不同的楼内工作。图书管理员都受过良好的教育，此外，他们接受过获取信息的专门训练，按常理推测，图书管理员应该能作出明智的选择，参与到退休金计划中来。图 9-1 是这些图书管理员的参与度，请注意参与度之间的巨大差别。其中一栋楼里有 73% 的图书管理员参与了退休金计划，而另一栋楼的参与率只有 14%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

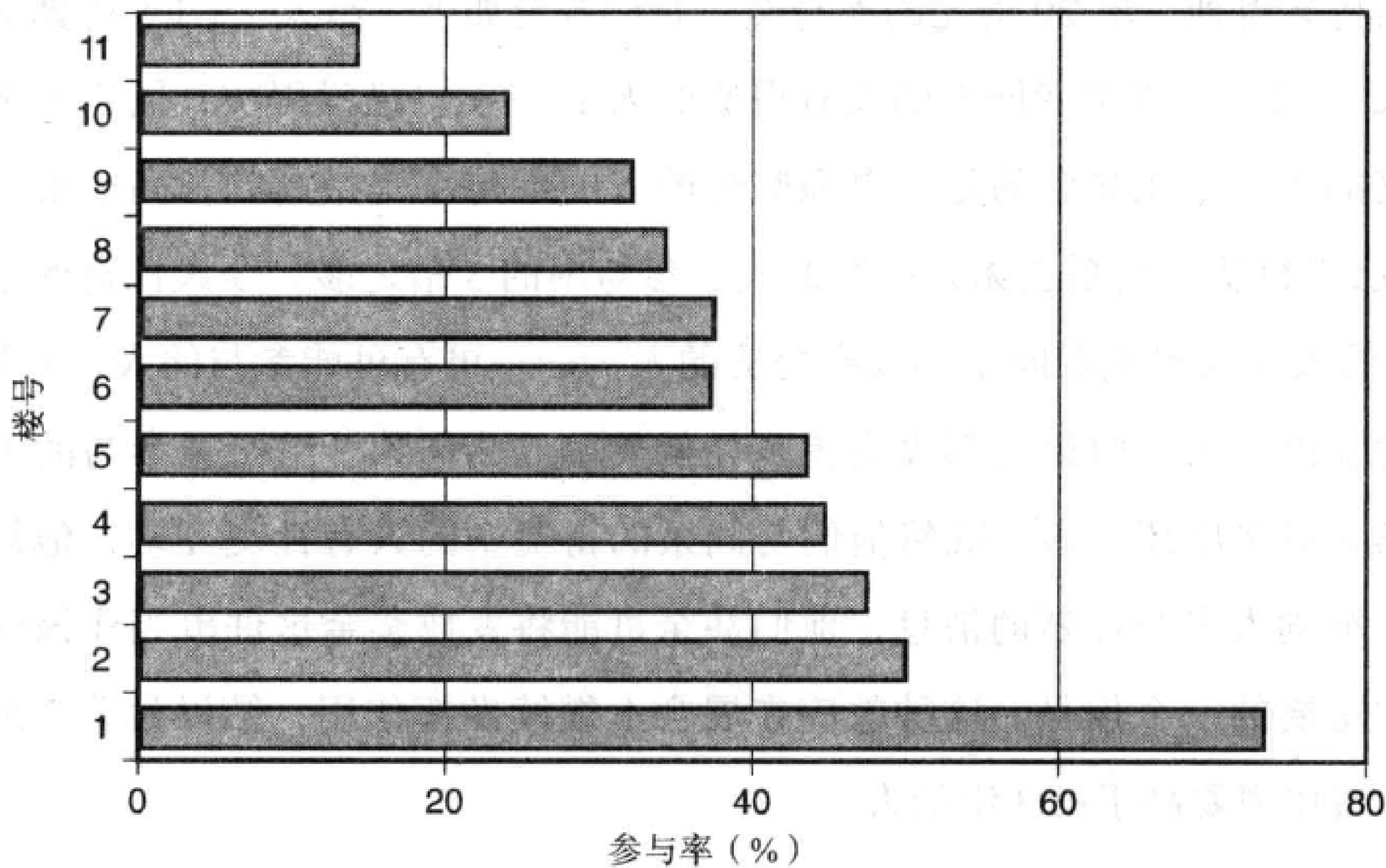


图 9-1 11 个场所 436 名图书管理员养老金参与率

这种数量上的区别通常可以用不同群体具有不同的教育、薪酬水平（或者两种情况都存在）来解释。教育程度和薪酬水平较高的人更有可能加入 401（k）退休金计划。然而，这项研究涉及的只是图书管理员，所以他们都具有大致相当的教育和薪酬水平。

图书管理员是高度同质化的群体，因此这种参与度的巨大差别是惊人的。每栋楼的社交规范可以解释这种巨大差别。每个同类群体的社交规范随着时间推移会不断发展变化。在此调查中，一些楼里的社交规范逐渐发展到看重退休金计划，而其他楼的社交规范的发展不是这样的，以至退休金计划未得到重视。

尽管如此，在这项研究中，杜弗洛和萨厄没有得到图书管理员在工作场所相互直接影响的证据。所以他们后来在一所更大的大学做了另一项退休金计划的研究，从参加福利信息展的来自所有系所的教职员工中做了随机抽样调查。[6] 在那个展览上，来参观的人被动员去参与他们的退休金缴费计划。这个试验是这样进行的：在所有被邀请的人中，一部分人被提前告知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们将会得到一笔 20 美元的参与奖。我们看看如下三组人：（1）得到奖金的人；（2）与得奖者同系的没有得奖的人；（3）自己没得奖，同系也无人得奖的人。毫无悬念的是，得到奖金的人的参与率是最高的，高达第三组（自己没得奖，同系也无人得奖的人）参与率的 3 倍之多。令人惊奇的是第 2 组的人（与得奖者同系的没有得奖的人）——更有可能参与的人，是第 3 组的 3 倍，而这两组人都没有得到任何奖励。为何第 2 组愿意参与的人会比第 3 组多出那么多？既然他们与同系的得奖金的人有社交互动，他们因此了解别人参与计划的消息，他们甚至可能将发放奖金这件事当作该展会非常重要的一个信号。这种效应在展会上继续发挥作用，结果是第 2 组人的缴费比率要高于第 3 组的人。

投资俱乐部

投资俱乐部飞速成长是投资社会化的一个例证。投资俱乐部由家庭成员、朋友、同事等组成，他们联合起来，把资金集中在一起投入股票市场。这种俱乐部通常由清一色男人或女人组成，每月开会一次，讨论要投资的股票。成员们每月都拿出一定数额的金钱（20 ~ 100 美元），这些钱将被聚集起来投资。

全国投资者联合会（NAIC）的成立促进了投资俱乐部的发展。虽然并非所有的俱乐部都是 NAIC 的成员，但截至 2000 年年底，这个组织已经有 35 810 个俱乐部，成员总数达 537 150 名。与 1990 年注册的 7 087 个俱乐部相比，取得了长足的发展。

投资俱乐部的表现

大多数的投资俱乐部表现如何？ 各种金融媒体做过很多报道，据说有 3/5 到 2/3 的投资俱乐部的业绩跑赢了市场。如果是真的，考虑到多数股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资基金通常跑不赢市场，这个数字令人印象深刻。

然而，这个数字可能不太准确，因为它来自 NAIC 每年一度的俱乐部抽样调查。我们来看看这类调查存在的问题。首先，这些俱乐部应该准确计算其年化收益率。其次，哪些俱乐部会对这种调查作出回应呢？如果你是俱乐部的司库，你对 NAIC 的这个调查如何回应？如果你所在的俱乐部的收益率很高，你会毫不犹豫地填好调查表，反之，你就不填。追求自豪和避免懊悔的心理会让你这么做（见第 3 章）。实际情况是，只有 5% ~ 10% 的俱乐部对 NAIC 的这个调查作出了反馈，可能这些俱乐部的收益率都不低，所以调查结果只反映了那些比较成功的俱乐部的表现（这是最好的情况），而并不能反映所有俱乐部的状况（这是最坏的情况）。

为了对俱乐部的表现有更客观的了解，有人对一家全国性的经纪行提供的 5 年内 166 家俱乐部的持股数据进行了调查。[7] 如图 9-2 所示，结果并不好。在这 5 年内，标准普尔 500 指数每年平均收益率为 18%，投资俱乐部每年总收益率为 17%，而扣除成本后的净收益率只有 14.1%，所以这些俱乐部大幅跑输了市场。

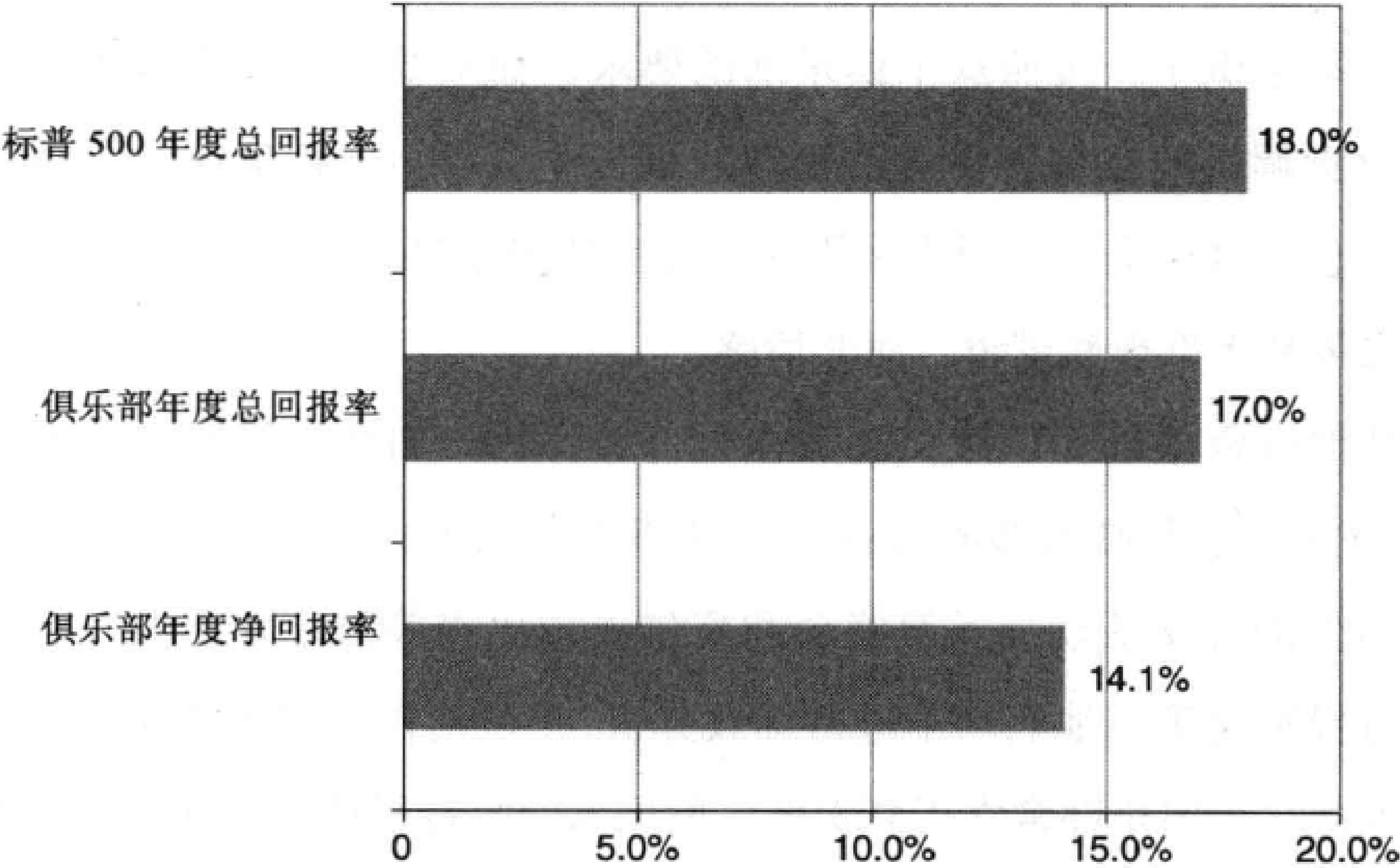


图 9-2 投资俱乐部业绩与市场表现对比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然媒体报道认为超过60%的俱乐部表现好于市场，但看上去是60%的俱乐部实际上跑输了市场。这些俱乐部的投资行为确实表现出了与个人投资者一样的心理偏差，具体地说就是过度自信（见第2章）和处置效应（第3章）。

投资俱乐部与社交互动

虽然俱乐部旨在创造一个学习投资和获得高额收益的环境，但多数俱乐部还服务于一定的社会目的，换句话说，它们举行的会议只是家庭成员或朋友聚会的借口。它们定期聚会，并分享市场调查技巧和其他知识。

俱乐部的社交互动机制在投资成功中扮演着举足轻重的角色。虽然一些俱乐部只是把成员聚集起来一起投资，但有些俱乐部却会认真选择要投资的股票。例如，怀俄明州水牛城的克朗代克投资俱乐部有一年就被《价值线》杂志评为美国头号投资俱乐部。[8] 这个俱乐部的18名成员来自各行各业，从青年到老年，从蓝领到白领，他们中有些人学位很高，有些人拥有自己的公司。

他们成功的秘诀是什么？克朗代克俱乐部成员严格践行了正规的投资程序。举个例子，按照这个俱乐部的要求，如果要制定一个投资决策，必须有负责调研的会员提供有说服力的报告才可以。他们信赖调查结果而非小道消息，这很重要，因为采用这一方法使俱乐部得以避免一些心理偏差，使其决策基于推理和逻辑，而非情感。

其他投资俱乐部以社交互动作为首要目标。加利福尼亚投资者俱乐部就是一例。这个俱乐部成员曾一起共事多年，退休后成立了这个俱乐部。虽然他们的社交活动如圣诞晚会和高尔夫球比赛等都计划得井井有条，但在进行投资决策前他们却不进行细致分析，[9] 讨论往往聚焦于小道消息和投机，因此这个俱乐部常常买高卖低，俱乐部的收益很糟糕。这个俱乐部的不规范投资使得每位成员的心理偏差与其他成员的心理偏差被混合并放大了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

媒体

媒体是我们的社交环境的重要组成部分，它们为了吸引眼球使出了浑身解数。如果新闻报道得不够精彩，受众就会转向其他媒体或者换台。商业与投资作家通过讲述精彩的故事吸引我们，记者也要寻找能抓人眼球的原声进行摘要播报。原声摘要在定位上要简短并能抓住人们的注意力，但无法承载任何严谨的投资分析，它们只是讲述了一个故事。媒体会把我们的心理偏差朝着讲述故事的方向引导，而远离了规范的投资分析。

虽然媒体给我们提供信息和专家意见，但专家们的说法也只是一家之言。许多专家与研究机构有联系，他们拥有数不胜数的分析工具。当然，我们假定其观点建立在大量分析之上，但他们很少透露真正的分析过程。所以我们得到这样的印象，即投资分析只是讲故事。既然媒体想要迎合人们的兴趣和情感，它们当然会转向将实际的投资决策说成是股票选择和对市场时机的把握。

即便媒体的故事中没有任何新信息，它们似乎仍然影响了投资者的行为和股票价格。保罗·泰特洛克调查了市场对《华尔街日报》的每日专栏“与市场同步”的反应。[10] 他根据专栏对股市的悲观水平进行分类。每天早晨该专栏的基调如果过于乐观或悲观，都会导致当天交易量增加。专栏过于乐观的时候，道琼斯工业平均指数的增长会比过于悲观的时候超出 0.25% 以上，但专栏似乎并没有提供任何持久的信息。举例来说，如果栏目基调悲观，股票价格下跌的压力在此后几个交易日会转变方向。除了娱乐，“与市场同步”专栏似乎并没有向市场提供任何新信息，然而，投资者的行为证明，他们看上去是按照这个专栏提供的信息交易的。

保罗·泰特洛克还调查了过时新闻整体上对价格的影响（不只是“与市场同步”栏目）。[11] 他总结出，个人投资者会对包含之前发布过的过时消息的新闻稿作出反应。被个人投资者而不是机构投资者青睐的股票，在过时新闻当天会出现一个显著的拐点，再在后来几天翻转回来。不仅是投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有时候无法区分新闻中的新旧信息，金融媒体也总是在播报过时新闻。

语言

> “正确和差不多正确的词语之间的差别，正如灯光与萤火虫的差别一样。”
>
> ——马克·吐温

语言天生就比数字更少客观性。所以，它们可能以不同方式影响投资者的判断。并非所有的话语都会对读者产生同样的影响。有一些话语会创造出栩栩如生的形象，引发人们的兴趣。投资者是否在听到“苹果的销售量跳水”和“苹果的销售量降低”时会产生不同的判断呢？“令人印象深刻”与“超过预期”的评价哪个更好？我们对宣传很敏感吗？

一项有趣的试验研究了栩栩如生的正面词汇对牛市中的人以及负面词汇对熊市中的人的影响。[12] 在牛市期间，受访者被分为做多股票和做空股票两类人，所以那些做空股市的人是逆市场趋势和具有共识的。在这两类人群中，人们接到了用形象的或平白的话语叙述的正面消息，然后让他们作出预测。我们应该预期，与牛市中做空的逆市投资者相比，做多的人会给出较高的预测。但是究竟哪一类人受到宣传的影响更大呢？

该研究报告说，无论接受的是用形象的还是平白的话语描述的新闻，牛市中做多的人们实际给出的预测是接近的。然而逆向投资者的预测结果却受到了宣传词语的影响。在牛市里做空的人，在听到用形象词汇表述的新闻时，会作出比听到平白词汇表述的同一新闻更高的预测。这个试验在熊市时期又重做了一次。此时，做空的人是与市场趋势和共识一致的，而做多的人变成了逆向投资者。新闻作了形象和平白两种处理。再一次看到，那些逆向投资者对于词汇的选择是敏感的。有趣的是，形象的语言或者宣传并未影响到那些相信共识的投资者的信念。相反的是，逆向投资者对形象的语言更为敏感。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

速度并非制胜关键

如果你观看金融和商业有线新闻频道，就会遭到投资建议的“轰炸”，它们告诉你：在投资中，行动迟缓的人最先被淘汰。你需要速度最快的互联网供应商，才能订阅到最及时的新闻，用最快的在线经纪系统进行交易。有一段时间，CNBC 甚至通过即时报道主要在线经纪服务商的反应情况，进一步散布这一理念。

看过新闻报道后瞬间作出决策，这不是投资，而是交易。交易就像赌博，它引发的是投资者强烈的情绪化反应。对速度的追求放大了心理偏差。

让我们看看人们看完新闻后瞬间作出决策时犯下的低级错误。1997 年 4 月 11 日，《金融时报》报道了一则新闻：Czech Value Fund 因投资了一家不良企业而面临严重损失。[13] 消息传到美国，代码为 CVF 的股票从最高点下跌了 32%，成交量很大。问题是 CVF 是 Castle Convertible Fund 的代码，而不是 Czech Value Fund。当天，该基金的价格勉强恢复持平，但这对那些在最低位抛售股票的投资者来说已经于事无补了。其他投资者犯的错误可能对你产生负面影响。

1998 年 6 月 24 日，有媒体报道，美国电报电话公司决定以 458 亿美元的价格购买 Tele-Communications Inc.。消息一出，代码为 TCI 的股票价格上涨了 5%，成交量比平时超过了 37 倍还多，[14] 但 TCI 是 Transcontinental Realty Investors Inc. 的交易代码，并不是 Tele-Communications Inc.。有趣的是，5 年后贝尔大西洋公司再次宣布欲收购 Tele-Communications Inc.。

一年后，类似的代码误会在 MCl 通信公司卷入了被收购传闻时又发生了一次，人们在听说消息后竞相买入该公司的股票。纽约股票交易所代码为 MCl 的股票仍然和 MCl 通信公司的股票代码搞混了，而后者的代码是 MCIC。MCl 是名为 Massmutual Corporate Investors 的封闭基金的代码。

媒体总是争先报道这些爆炸性新闻。投资者受到从众心理的影响，一拥而上竞相交易。在这种情况下，社交互动强化了人们的心理偏差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从众效应

当你了解了其他人对各种股票的看法时，共识就形成了。当人们根据这种共识投资的时候，从众效应就出现了。投资者群体与羚羊群别无二致。羚羊总是成群地聚集在一起，以避免天敌的捕杀。这一刻羚羊群无所事事，但下一刻它们就可能飞奔起来。羚羊总是睁大眼睛，竖起耳朵，观察其他羚羊在做什么，因为它不想被甩在后边。

投资者也是睁开大眼竖起耳朵留意着其他投资者的动静。许多人每天观看 CNBC 的节目，或者在最喜欢的网站聊天室里浏览帖子，活跃的投资者会每天查看自己的投资组合。一有风吹草动，所有投资者都会知道。

从众效应会放大心理偏差，它会使人在群体“感觉”的基础上作出决策，而未经正式的分析。另外，当你知道其他人也选择了亏损股票的时候，你的遗憾会少一些（见第 3 章）。有同病相怜者，挫败感就会减轻。

股市的从众效应

许多投资者受到心理偏差共同影响时，从众效应就出现了，整个市场都会被波及。20 世纪 90 年代末网络股的非理性繁荣就可以证明这一点。许多投资者和分析家都被网络公司极高的估价水平震撼了。例如，市场的历史平均市盈率为 15 倍，而在 1999 年年底，雅虎的市盈率为 1 300 倍，eBay 的市盈率是 3 300 倍，如何看待这种情况？ 许多分析家就此得出结论：新经济需要新的估值方法。

再来看看 1999 年公开上市的在线玩具零售商 eToys 公司。[15] 首次公开上市后不久，它的总市值就达到了 80 亿美元。作为网络公司的典型代表，eToys 的销售收入仅有 3 000 万美元，收益为负的 2 860 万美元。人们很自然地会把 eToys 与“R”Us 玩具公司进行比较，后者是“旧经济”时代玩具零售商的领头羊。虽然“R”Us 利润只有 3.76 亿美元，市值却仅为 60 亿美元，也就是说，虽然“R”Us 的销售利润是 eToys 的 12 倍多，但前者的市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场估值比后者低。

企业进入网络领域的门槛很低，当你意识到这一点，情况就显得更令人目瞪口呆。你可能还记得，年轻企业家可以用很低的成本开办网络公司。实际上，“R” Us 迅速发展了在线零售业务，而 eToys 的市值从 80 亿美元降到了 2 900 万美元。

网络企业更名潮

从众效应的触角已经蔓延到了网络企业领域，很多公司纷纷把名字改成了花哨的“.com 公司”就是一例。投资者对网络公司着迷了，他们正想买入所有与网络有关的公司的股票。判断一家公司是不是和网络有关，最省劲儿的办法就是看名字。

科技书籍在线零售商 Computer Literacy Inc. 把名字改成了 fatbrain.com，因为顾客总是把它原来的网址 computerliteracy.com 拼错（或忘记）。这家公司以前就通过互联网提供服务，名字是它唯一的变化，它的经营策略并没改变，但改名的消息公布以后，网络上关于其股票的讨论此起彼伏，结果它的股价一天之内上涨了 33%!

从 1998 年中期到 1999 年中期，共有 147 家上市公司换了新名字，这些名字要么结尾为“.com”或者“.net”，要么其中包含 Internet（互联网）。[16] 宣布改名后的三周时间里，这些公司的股票表现平均高出市场 38 个百分点。各种企业都参与了这场改名热潮。改名后的三周内，那些真正的网络公司的表现比市场高 57 个百分点。其他改名的企业只要是和网络沾边儿就可跑赢市场 35%。还有些改名的公司正在从非网络公司向网络公司转型，它们的表现跑赢了市场 16%。实际上，一些在网络方面仅有很少或根本没有经验的企业也融进了改名潮中，它们的股票价格也因此大幅攀升。这些公司的经营不以网络为核心，没有证据证明它们拥有在网络业务上制胜的实力或经验，然而痴迷网络公司的交易者哄抬它们的股价，以致它们的表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现跑赢了市场 48%。股价的这种大幅增长持续了三个月。投资者们似乎急于把他们的金钱都投给网络公司。有趣的是，在 2000 年网络公司萧条期过后，67 个公司把“.com”字样从公司名称中去掉了。在接下来的两个月中，这种名称的变化带来了 64% 的平均收益率。[17] 投资者看上去确实受到了这种表面变化的影响。

不仅如此，一直以来投资者还常被其他各种更名行为欺骗。一些股票投资基金换上了一些带有前段时间热门字眼（如价值、成长、小公司股票等）的名字。名称的变化使流入这些基金的资金比名称未变时的预期流入量高出 28%。[18] 新的资金甚至会流向那些只改变名称但既不改变投资方式也没改善投资业绩的基金。

聚焦短线投资

在积极的交易活动中，你的思考方式更像交易员而非投资者。你会买一只你认为下周、明天甚至下一个小时会涨的股票，而不会仅仅因为你认为一个公司的产品、市场份额和管理具有优势。公司的产品、市场份额和管理对你来说不重要，甚至毫不相干。以美国公共广播公司的《前线》节目采访过的莎伦为例，她把家里所有的积蓄都投入了两只小盘科技股，其中大部分买了其中一只股票。[19] 她说：“说实话，我甚至不知道那家公司的名字，只记得交易代码是 AMLN。大概 8 月的时候，它就翻番了。”根据记录，AMLN 是阿米林制药公司的股票交易代码。

信仰

“这次情况不同了。原来的估值方法不再适用了。”在跟风浪潮极度盛行时，如果股票价格高到无法用传统方法计算，人们就常常发出这样的感慨。如果体重计显示你体重增加了 30 磅，问题一目了然：你的体重计出毛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

病了。如果人们跟风投资，那是因为他们投资的基础是信仰，而不是来自尽职调查结果。

社会认同

人们喜欢讨论投资问题。谈论投资在社交场合变得越来越流行，在线讨论也开始风靡。投资以各种方式渗透进了我们生活的每个部分，电台讨论投资的谈话节目和 CNBC 的电话咨询节目日益流行，这都是投资在渗透到生活方方面面的体现。

从众效应和估值过高现象不是新经济或新技术引起的，它们的出现是源于人的心理。新经济和新技术只是唤醒了从众效应。当过度自信（见第 2 章）掺杂了情感之后，问题就发生了。当每个人沉湎于作出有心理偏差的决策时，这个问题就被放大了。



小结

人们通过互动来学习，我们说出自己的投资理念去征求别人的意见。我们的邻居、朋友和同事影响了我们的决定。这可以让更多人对自己的投资建立信心。投资俱乐部是投资行为社会化的一种正规化流程。但是具有更严格的投资程序的俱乐部会比那些侧重社交活动的俱乐部获得更大的成功。社交互动的一个结果是投资者在同一只股票上表现出从众效应。

媒体传递了许多被我们用来作出投资决策的信息。形象生动的语言或者宣传，会影响到持有反向头寸的投资者。不幸的是，投资者倾于对新闻故事作出过快反应。实际上，个人投资者会对包含过时信息的新闻或者包含非常重要的信息——比如公司名称变革的新闻作出反应。投资者是如此冲动，以至于他们常买错股票。这种短期炒作的代价十分高昂。



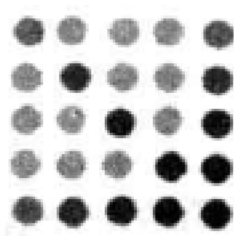
思考

1. 社交互动的水平如何影响股票市场投资的相似性和股票类型？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 举例说明在投资俱乐部的环境中，心理偏差是如何恶化的。举例说明有助于控制这些偏差的环境或者方法。
3. 使用栩栩如生的语言能缓解还是加重价格泡沫？
4. 解释投资者是怎样被投资物的名称变更愚弄的。
5. 媒体在20世纪90年代是如何影响投资者蜂拥买入收入仅够应付支出的企业的？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 10 章
Chapter 10

情绪与投资决策

传统金融学理论认为，人们在面对风险和不确定性时能作出理性的决策，从而使他们的财富最大化。因为涉及金钱，理智和逻辑应该能克服情感和心理偏差。是这样吗？这个假设合理吗？ 在现实中，情况可能正好相反。当人们所作的风险决策涉及金钱时，情感可能会战胜理智。

情感与决策

心理学家和经济学家研究了情感在决策制定中扮演的角色，他们将其称为“情绪反应”。他们发现，不相干的感觉和情绪会影响决策！[1] 所谓“毫不相干”这个说法是指情感并非是由决策引起的。例如，你可能因为阳光普照或喜爱的球队赢球而心情大好，这种美好的感觉接下来可能会影响到投资决策，而且情感反应较强烈的人在进行投资决策时，看上去更容易受到情感影响。情感与认知分析过程相互作用，最终形成决策。有时候，情感反应会背离理智和逻辑，并主导决策过程。实际上，情况越是复杂和不确定，情感对决策的影响就越大。[2]

这样说来，在决策制定中情感和理智哪个更重要就成了核心问题。情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

感的分量似乎更重。举例来说，神经学家安东尼奥·达马西奥关于那些大脑腹内侧额叶皮层受到破坏的病人的报告显示，病人的智力、记忆和逻辑能力未受损伤，但感知能力变差了。各种试验都表明，决策制定过程中的情感缺失会破坏理性决策的能力。确实，这些人变得缺乏社交能力。多玛西奥由此得出一个结论：情感是理性决策不可或缺的部分。[3]

让我们看看心理学家如何研究情绪对决策的影响。他们让受试者写下生活中愉快或沮丧的事情。在写的过程中，他们在重温了那些事情之后，会愉快或沮丧。与高兴的人相比，沮丧的人对未来更悲观，换句话说，情绪愉快的受试者认为未来好事可能会很多而坏事会很少。

在一项研究中，情绪愉悦的人认为“一年内，我会遇到一位新朋友，我们将成为非常好的朋友”的可能性为 84%，[4] 情绪低落的人则认为自己遇到这样一个人的概率仅有 51%。另外，当被问及“未来五年内我被卷入严重交通事故”的可能性时，情绪低落的人认为发生的机会为 52%，而情绪愉悦的人则认为他们遇到的机会仅为 23%。两种人对未来的看法是不同的。

除了情感的重要性，人们对认知过程中实际情况的变化总是不够敏感，有一种情况就是结果概率。例如，在作决定的时候，人们认为千万分之一的彩票中奖概率与万分之一的中奖机会相差不多，但彩票中奖的机会其实要比上述数字低 1 000 多倍。当彩票唤起彩民强烈的情感时，想赌一把的决定就对中奖机会已发生巨大变化这一事实显得不太敏感了。简言之，情感主导了复杂决策的制定过程。

情感与金融

金融决策是很复杂的，掺杂着风险与不确定性，因此，情感在投资决策中占有一席之地。让我们看看麻省理工学院金融工程实验室一项为期一个月的试验。[5] 投资者进行交易并对自己的情绪状态进行评价。结论是：对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币收益或亏损情感回应强烈的投资者们的交易表现比其他人差得多。情绪化的投资者并不是出色的投资者！

背景感觉，或者说心境，也可能影响到投资决策，这叫作错误归属偏差，就是说，人们总是错误地把他们当时的心境带入金融决策中去。如果心情很好，一个人很可能对投资作出乐观估计。好（坏）情绪将增加（降低）投资风险资产（如股票）的可能性。有人用多种方法对金融决策中的错误归属偏差进行了研究。

情感影响投资决策

让我们看看投资者基于期望而作出买卖股票的决策。理性预期模型体现了传统的金融学观念，这种观念认为，投资者的期望来自对基础分析和现代投资组合理论等工具的应用。这些工具要求投资者对企业的未来作出假设。今后三年公司将达到怎样的增长速度？ 公司的预期收益、可预期的变化以及与其他资产间的相关性是怎样的？即使最老练的投资者也不认为有任何方法能作出最精确的假设。理性预期模型要求投资者用不带偏见的理性方式消除不确定性，但有证据表明，由于情感和认知偏差的影响，人们常作出带有偏见的非理性选择。

库恩和纳特森做过一个试验来展示这种情况。[6] 他们让受试者玩一个游戏——必须不间断地从两类资产里作出投资选择，其中一类是已知每种结果出现概率的风险资产，另一类是无风险资产。在游戏中，他们使用的是真钱。在开始前，受试者要看一段可能具有刺激性的影像并进行讨论，通过这种方式引入正面、中性或者负面的情绪。他们发现引入正面情绪会激发风险较大的选择，而且受试者对其选择更有信心。这种自信的一个原因是他们还没有全部吸收与其初始选择相反的信息。负面情绪导致了回避风险的选择。

投资者即使使用了诸如基本面分析这类定量方法，也会受到情绪影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅仅是无偏的数据是不够的。分析技术包括对一些假设条件作出估计。一些基础分析技术比别的技术复杂，但都包括了对未来的假设。为了更好地说明这一点，让我们看看全世界的金融专业学生都在学习的一个常量贴现率模型：$PV=D_1/(k-g)$。投资者必须对固定不变的增长率 g 作出估计。考虑到情绪会对风险性和不确定性决策产生影响，增长率 g 的估计值可能带有偏差，反过来导致模型计算结果出现偏差。

假设年收益率 k 为 11%，长期股利增长率为 5%。情绪愉悦的投资者可能会乐观地把后者高估为 7%。这样一来，这个数字在他们心目中比在无偏见的投资者心目中高 50% 还多。乐观投资者会认为股票被低估了并因此购买这只股票，而实际情况并非他们所想的那样。

阳光

过去的几十年里，心理学家一直在记录有关太阳会影响人类决策的有关事实。阳光不足总是与精神压抑甚至自杀联系在一起。没有太阳，让我们心情不佳，而阳光普照的时候我们就会很愉快。好心境让我们对未来感到乐观，并影响我们的决策制定过程。

我们的金融决策也可能受阳光的影响。例如，如果外面阳光普照，你用完午餐后可能会给侍者留下更多小费，你甚至不用出去就能感受到阳光带来的惬意。一位心理学家在一所大宾馆里做了一个试验，这个宾馆有些房间没有窗户，[7] 当住在这种房间的客人打电话预定房间服务时，侍者会向他们提及外面的天气。如果外面正在下雨，侍者能得到小费的概率是 18.8%，而这个概率在天气多云时增加到了 24.4%，晴间多云时为 26.4%，天气晴朗时为 29.4%。可以看到，与雨天相比，晴天的时候人们给小费的概率要高出 50% 以上。

天气晴朗时的愉悦情绪能影响投资者和股票市场吗？如果阳光让投资者情绪愉悦，他们对前景就会相对乐观，因此，投资者在晴天更可能买入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而不是卖出股票，如果这种情况影响到了足够多的投资者，那么股市本身也会受到影响。戴维·赫什拉弗和泰勒·舒姆韦这两位密歇根大学的金融经济学家观察了世界上各大金融城市的股市收益和天气，研究了上述论断的可能性。[8] 他们特别将拥有股票市场的26个城市的天气与全球26个股票交易所的日收益进行了对比。

两位研究者将天气从晴好到糟糕分为九个等级。他们发现，晴朗的日子里日收益比不是晴天的日子的收益高。的确，天气最好的日子比最糟的日子的收益要高得多。当他们把26个城市一年中天气晴好和天气糟糕的日子的收益进行年化处理之后，发现每年前者比后者的收益率高出24.6%。

图10-1是几个城市晴好与糟糕的日子的年化收益的区别，26个城市的平均收益也在其中。注意，纽约股票交易所每一年中晴天比坏天气的表现高出15%，这个数字在伦敦为22.1%，在哥本哈根为4.1%，在巴黎为19.7%。不是每天的天气都是晴朗或糟糕，大部分日子的天气介于两者之间，然而，这个结果说明太阳会影响投资者和市场。

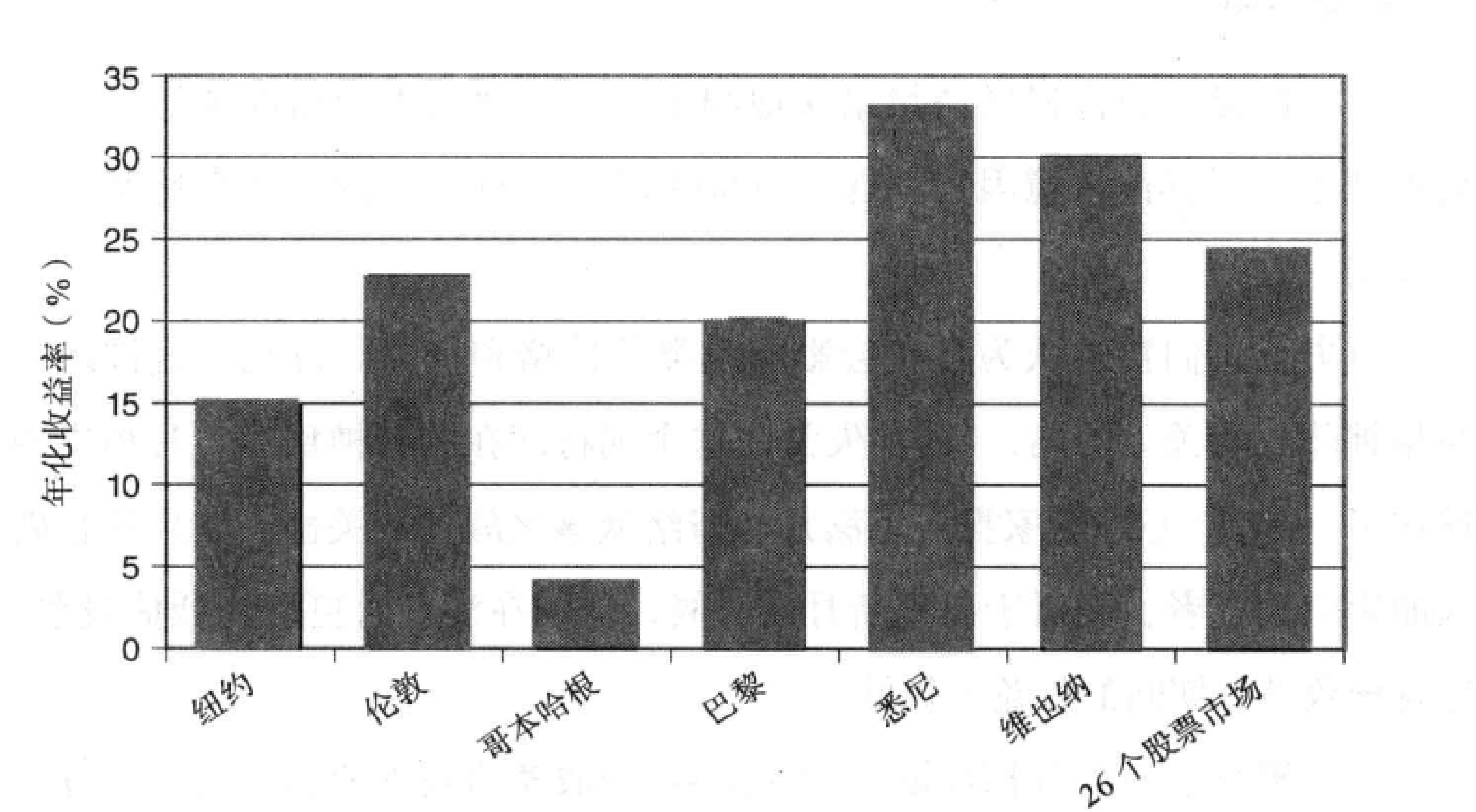


图10-1 全球股市在晴好天气和糟糕天气年化收益率的差别

另一个调查阳光对投资者心情和行为的影响的方法是研究各个季节的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市收益情况。心理学家发现，秋冬季节阳光的减少会使许多人感到心情压抑。这种压抑被称为季节性情感紊乱。有种看法认为 1 000 万美国人患有这种症状，另有 1 500 万人患有程度更轻的“冬季忧郁症”。前面讲过，心情很差或很压抑的人更挑剔，也更悲观，心情好的人则更乐观。心情好的人比心情差的人更容易采取冒险行动。

如果光照时间的减少影响到了很多投资者，他们就会少冒风险。三位金融经济学家通过研究澳大利亚、英国、加拿大、德国、新西兰、瑞典和美国的七个股票市场，对这种可能性进行了研究。[9] 他们发现，秋天阳光减少的时候股票收益较低，这种状况一直持续到 12 月 21 日，这是一年中黑夜最长的一天。这个效应在远离赤道的股票市场（瑞典和英国）表现十分显著。同样的现象在春季的南半球股市（澳大利亚和新西兰）也会发生。阳光的多少会影响人们的心情，心情又会影响投资决策、决策过程以及我们想要尝试风险的意愿。

消极情感

正如投资者会将积极情绪错误地归于阳光，他们也会错误地把自己的消极情感归于其他环境因素。这一节将探讨两个例子：国际体育比赛和月相周期。

历史上人们普遍认为月相会影响人类的情绪和行为。月亮一直被认为与精神障碍有关。的确，“精神失常”这个词将潜在的精神疾病与月相周期连在了一起。⊖心理学家报告了满月和情绪低落之间的相关性。如果月相周期能影响投资者，相对于出现新月的时候，他们在满月时更可能低估股票，这就导致满月期间的收益率较低。

有人研究了一个月相周期内世界上 48 个股票市场的收益情况。[10] 每年满月的七天左右时间里，股票收益率比新月前后要低 3% ~ 5%。此现象在

⊖ lunacy（精神失常）来源于 lunar（月亮）一词。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新兴股票市场国家比在发达国家更显著，对个人投资者所持的股票的影响也更显著。投资者似乎错误地把由满月引起的消极感觉掺杂进了股票市场决策。

月相周期可以预测，但国际性体育比赛的结果却是无法预测的。欧洲杯或世界杯比赛的结果在许多国家的球迷心中都掀起了巨大的情感波澜。心理学家发现，由比赛失利引起的情感波动导致的心脏病发作、犯罪、自杀数量都有所上升，却没发现比赛胜利导致任何积极行为，这可能是因为许多球迷认为他们的队伍能赢得比赛。球队胜利与其心理预期的差别极小，但失败却与他们期望的结果大相径庭。

有两项研究调查了股市对受欢迎的体育比赛失利的反应。[11] 第一篇论文调查了 39 个国家的股市收益对超过 1 000 场足球比赛结果的反应。在足球赛失利的第二天，失利球队的国家的股市平均下跌了 0.21%。如果是淘汰赛的话，下跌幅度是 0.38%（对世界杯赛是 –0.49%）。对于那些足球一向表现好的国家，股市的反应则更为强烈。对于板球或篮球赛的失利，股市下跌幅度分别为 0.19% 和 0.21%。而在球赛取胜后，没发现股市受到影响。第二篇论文研究了美洲赛之后的球队所在地的股市收益情况。在比赛次日，失利城市所在的公司股票要比那些球队取胜城市所在的公司股票跑输了 0.057 5%。对于关键的比赛或者当失利球队被预期能取胜时，这种效应会翻倍。现在你知道了，这真的不仅仅是一场比赛了吧！这些结果表明，股市会对投资者情绪的突然改变作出反应。

乐观

过分乐观会扭曲一个人的信念和判断。乐观的人认为，他们比别人更不容易生病、离婚或成为犯罪活动的牺牲品。这种想法会使乐观主义者去冒不必要的风险。

以一般吸烟者为例。吸烟有害健康，这个事实对他们来说已经不新鲜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了。这句警告语印在每个烟盒上，电视上也在提醒大家。人人都知道吸烟会增加患肺癌的机会，但吸烟者还是乐观地认为他们自己得病的风险小。如果你认为自己很可能得肺癌但还是吸烟的话，那会让人觉得你很蠢。为了维护自己明智的个人形象，他们总是乐观地高估自己不会患肺癌的可能性，这样就可以继续这一危险行为了。

心情好的投资者也可能要受过分乐观之害，就是说，他们认为自己选择的股票不会出问题。乐观从两方面影响投资者。其一，乐观的投资者在作出股票投资决策时往往不作深入的分析；其二，乐观主义者往往忽视或轻视负面信息对其股票的影响。换句话说，乐观的投资者坚持认为他们所选择的公司很优秀，即使这些公司传出负面消息也不会改变看法，这正如吸烟者读完警告后仍然漠视患癌症的危险一样。

一只股票的价格通常是被乐观投资者决定的。如果很多投资者都对一只股票表示乐观，另一些投资者表示悲观，那么股价将由乐观者决定。这是因为悲观者只是冷眼旁观，乐观者则会购买这只股票，从而抬高了股票价格，这使悲观主义者更悲观，但是冷眼旁观是影响不了价格的。如果一只股票的前景充满不确定性，它就会吸引一大批乐观主义者和悲观主义者（与立场中立的投资者正好相反）。大型知名公司未来的不确定因素少，因此它们的股票价格通常更能反映真实情况，而不是过度乐观的前景。例如，通用汽车公司、宝洁公司和英特尔公司都是知名企业，它们没有给过度的乐观和悲观主义留下太多余地。对于不确定性很高的企业来说，乐观主义者往往会决定其股票价格，直到其不确定性消除，这个过程伴随着乐观程度降低和股票价格下跌。

过度乐观和非理性繁荣在股票市场上比比皆是。奔迈公司和3Com公司就是这样的例子。3Com是一家销售计算机网络系统和服务的公司，效益不错。其子公司奔迈开发了一种名为奔迈领航者的掌上电脑产品。3Com公司决定分拆奔迈单独上市，计划将在首次公开上市的时候发售奔迈4%的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票，并向其合伙公司配售奔迈 1% 的股份，剩下的 95% 的股票向 3Com 的股东分配。2000 年 3 月 2 日，3Com 公司在公开上市那天发行了奔迈 5% 的股份，其余 95% 的股份在年内将以每 1.5 股奔迈股票可兑换 1 股 3Com 股票的比例分配给股东。如果你当时有 1 股 3Com 的股票，分配结束后你将会拥有 1.5 股奔迈的股票，同时仍然持有 3Com 的那 1 股。

IPO 挂牌上市那天，新发行的奔迈股票的交易价格达到了每股 95.06 美元。因为 3Com 每股抵奔迈 1.5 股，单单由于奔迈的股票价值，每股 3Com 股票最少也值 142.59（95.06 × 1.5）美元。3Com 的其他业务也有价值，每年有 7.5 亿美元的利润，[12] 所以 3Com 的股票价格其实本可以远高于每股 142.59 美元，然而，当天 3Com 的股票仅仅以每股 81.81 美元收盘。

如果你想持有奔迈的股票，你就应该购买 3Com 的股票，这样你就可以用每股 54.54（81.81 ÷ 1.5）美元的实际价格得到奔迈的股票，并同时免费拥有 3Com 的股票。之所以出现这种情况，要么是因为 3Com 股票的定价过低，要么是因为奔迈的股票定价太高。因为 3Com 是大型知名企业，而奔迈是一家前景不确定的新公司，所以这时乐观投资者影响了奔迈的股票。公开发行之前，关于奔迈和 3Com 的信息随处可得，第二天，《华尔街日报》和《纽约时报》对这种不正常的定价做了重点报道，但这种非正常定价后来又持续了几个月。这种嵌入奔迈股票于 3Com 股票之中的价值，在两个月的时间内（直到 5 月 9 日）都比 3Com 的股票价格高。之所以这样，是因为乐观投资者们忽视（或最小化）了有关该公司的负面消息。

3Com/ 奔迈公司的例子很有趣，却并非个别情况。1999 年 11 月 17 日，HNC 软件公司分拆 Retek；1999 年 12 月 1 日，Daisytek 分拆 PFSWeb；2000 年 6 月 26 日 Methode Electronics 分拆 Stratos Lightwave。在这三个案例中，乐观投资者都把新公司的股价抬高了。像 3Com 和奔迈一样，母公司的股票价格都低于被分拆出来的公司股票的价格。还有一个共同点就是：新公司的股票价格在之后的半年内都跌了至少 50%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类似的例子还有不少。有些公司并不把新公司完全分拆，就是说，有时候母公司会继续持有子公司的部分股票，而不是将其分配给股东。投资者对子公司可能过分乐观，以至于股价不断上涨，最终无法正确估计子公司和母公司之间的股价关系。例如，1999 年 9 月，弗劳尔工业公司拥有奇宝食品公司 55% 的股份。奇宝食品公司的股票价格很高，其总市值（股数与股价所得乘积）达 25 亿美元。弗劳尔工业公司拥有奇宝食品公司 55% 的股份，其所有权价值应为 13.8 亿美元，但总市值只有 13.6 亿美元。弗劳尔工业公司的股票价格导致其总市值还不及作为其资产之一的奇宝食品公司的总市值。公司其他资产的价值约为 10 亿美元。要么就是奇宝食品公司的股票价格被高估，或者弗劳尔工业公司的股价被低估了。这种现象在其他企业身上也发生过，这证明乐观导致了股价虚高。[13] 当乐观情绪消减的时候，购买这种股票会出现亏损，而乐观情绪终究是会消减的。

20 世纪 90 年代的价格泡沫就是由这种投资者狂热引起的，2000 年，价格泡沫破灭了。2000 年 3 月，以科技股为主要成分的纳斯达克综合股指到达了顶峰，12 月又跌到了最低点，跌幅为 54%。其他网络股票指数如 TSC 网络行业指数，在同一时期下跌了 79%，而道琼斯工业平均指数却增长了 4%。

情绪

前面的情绪影响市场的例子，可以归结为两种，或是把或好或坏的情绪错误地作为对市场的乐观或悲观估计，或是热衷于在个别企业上过度投机。然而，很多人都注意到，乐观和悲观的程度或社会情绪是随时间变化的。[14] 投资者们往往对市场顶部过于乐观，而对市场底部十分悲观（见第 7 章代表性偏差）。投资界把这种变动的社会情绪称为市场情绪。如果个人投资者在市场顶部（或底部）期间过于乐观（或悲观），那么了解整体市场情绪就能预测收益情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个关于季节性乐观情绪的例子发生在穆斯林国家漫长的斋月期间。对于全世界的穆斯林信徒来说，斋月这段时间就是禁食、沉思、完善自我、付出、虔敬、社会认知和保持更紧密关系的时候，还可以提高对生活的满足感，激发乐观信念。三位学者调查了这种正面情绪是否会影响到 14 个穆斯林国家的股票收益。[15] 他们展示了在超过 19 年的时间中，斋月的平均收益率是 3.17%（我从他们的研究结果计算得出）。而在其余 11 个月的平均收益率是 3.96%。这表明有近半的年度收益正好发生在斋月里！

有许多方法可以用来度量投资者的情绪。以封闭式股票基金的折扣率作为例子。封闭式基金与受人欢迎的开放式基金相似，不同之处在于前者的份额可在股票交易所交易。封闭式基金投资组合中所持有的股票是公开的，因此基金份额也是可知的，被称为资产净值。有趣的是，封闭式基金在交易中的价格通常低于其资产净值。这种差别或折扣的程度是度量投资者情绪的一个方法。当个人投资者很乐观时，对封闭式基金的需求增加，折扣就变小。悲观的投资者出售封闭式基金，折扣就变大。为人所熟知的度量方法还有公开上市企业的数量和上市第一个交易日的收益幅度。投资者情绪强烈时，它们的数值就高一些。[16]

为什么投资者的情绪不会影响市场价格，有观点认为富有且聪明的投资者会利用情绪化投资者的情绪，抓住错误定价的机会以获取收益。这个过程被称为套利。然而，由于股票很难估值，因此在股票上套利并不容易。马尔科姆·贝克和杰弗利·沃格勒认为，投资者的情绪在投机性股票上的影响最为显著。[17] 那些规模小、历史短、表现不稳定、未盈利、财务困难或者非常有增长潜力的企业有套利的可能。他们调查了一年内投资者情绪对这些股票的影响，在下一年，记录了每个月的股票收益情况，并据此推测这些投机性股票的收益在投资者情绪量值高（低）之后会减少（增加）。

图 10-2 是积极（或高涨）情绪以及负面（或低落）情绪出现后的一年中的月平均收益情况。贝克和沃格勒综合了六种不同的情绪测量结果，生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成了 1963 ~ 2001 年的情绪指数。注意，投机性股票（小企业、年轻企业或风险企业）的收益在负面情绪之后的一年要比在正面情绪之后的一年丰厚得多。例如，情绪低落之后一年里，小股票每月上涨 2.37%，而在情绪高涨的情况下，涨幅仅为 0.73%。如此大的区别在大公司的股票上是不存在的。最年轻的那些公司的股票在经历了前一年的低落情绪之后上涨了 1.77%，而在前一年情绪高涨之后仅上涨了 0.25%。在这两种情况下，那些最不稳定的企业的股票涨幅分别为 2.41% 和 0.30%。历史较悠久和低风险的企业的收益情况却是另一番景象。

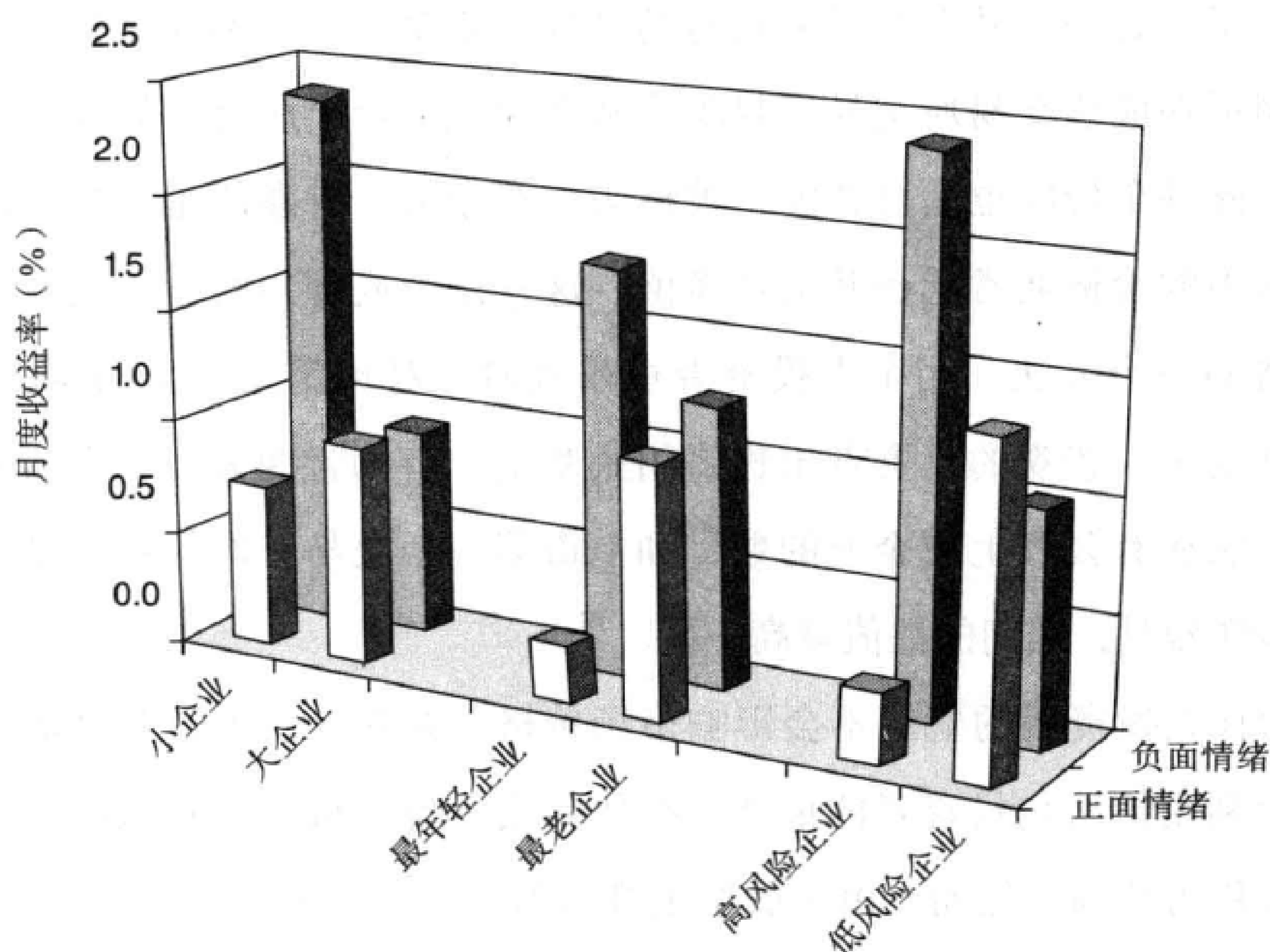


图 10-2 投机性和非投机性企业在正面、负面情绪下的月度收益

上述结果说明，乐观投资者竞相买入投机性股票，导致这些股票价格被高估。乐观主义占主导地位的时候，股价就会扶摇直上，高估计水平使得之后的收益较低。悲观投资者回避投机性股票，这些股票的价格水平就很低。如果悲观主义占主导地位，之后这些股票就会得到高收益。因此，与历史悠久、分红稳定和资产透明的公司的股票相比，投机性股票的价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对情绪变化更敏感。

市场泡沫

形势变化越来越大，而更多的人却一成不变。市场泡沫既不是新近才出现的新鲜事物，也并不是非同寻常的事情。最令人印象深刻的市场泡沫发生在 17 世纪 30 年代的荷兰。[18] 可笑的是，当时最令人趋之若骛的商品竟然是郁金香球茎。在 5 年时间里，人们对郁金香球茎的疯狂追捧使其价格攀升到了令人吃惊的程度：一个球茎抵得上 20 头公牛！一个球茎尽然能卖到 10 万美元左右？ 后来一名外地水手不小心把这个价格泡沫戳破了：他错把郁金香球茎当成洋葱吃掉了。于是人们开始怀疑这东西是否真的那么值钱，一场恐慌爆发了。短短一周之内，球茎就变得几乎一文不值了。

现代市场泡沫都有共同的要素。看看下面这段话，在空白处你会怎么填？“我们处在一个新的纪元，______引发了一种新的经济类型。旧经济模式很快将会被淘汰。传统的估价分析工具无法估量这场革命的价值。”

你可能会回答“互联网”，但是如果你生活在 1850 年，你的答案就会是“铁路”；如果你生活在 20 世纪 20 年代，你的答案可能“联邦储备体系”或“无线电广播”；如果你生活在 20 世纪 50 年代中期，你的答案很可能是“新政”（美国的罗斯福新政）；如果你生活在离现在不远的 20 世纪 90 年代，你的答案可能是“生物技术”。在这些情境下，每次都催生了红火的牛市，之后便是一次大衰退。我要说的观点就是，价格泡沫十分常见，并不独特。

投资的快感

有些人可能只是因为喜欢而作投资或交易，因为这些活动可以让人兴奋或感到有趣。实际上，有些人甚至能从交易中得到快感。对于这些人，交易就和赌博差不多。赌博的嗜好深深根植于人类内心，有关证据可以追

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

溯到几个世纪之前。投资界有大量的赌博机会。证券就像股票一样，具有风险、不确定性以及赚大钱的机会。所以，人们可能像赌徒一样，从交易账户中找到刺激感觉。

我们从寻找刺激感觉的人身上能够预期看到哪些投资活动呢？赌徒喜欢作出主动决策。对于寻求刺激的人来说，积极参与是很重要的。这体现在经纪账户上存在频繁交易。此外，那些从交易中找乐趣的人会选择带有彩票特征的股票。这些特征包括低价格和收益上的大幅波动。也就是说，像彩票这样的赌博具有非常低的成本和极低的赢得大额金钱的概率。找乐子的投资者可能试图找到具有这些特征的股票。三项有趣的研究对寻求刺激的投资和他们的行为进行了探讨。

几十年来的研究表明，最常见的彩民是年轻、不富裕、受教育不多的单身男性，他们来自非主流群体，居住在城区，而且在从事非专业性工作。阿洛克·库玛尔研究了美国投资者的经纪账户，发现这些社会经济特征确实可以刻画出那些寻找彩票类型股票的投资者。[19] 另外，那些居住在有彩票的州的人，以及那些居住地聚集着较多天主教徒的人更偏爱彩票类型的股票。有人研究过德国的投资者对于投资和赌博的爱好程度，发现那些爱好投资和赌博的投资者要比其他人的交易次数多一倍。[20]

马克·格林布拉特教授和玛蒂·珂罗哈育研究了芬兰的投资者。他们的数据集很独特，可以让他们将股票经纪数据和其他数据库结合起来。[21] 例如，他们知道投资者接到过多少张超速罚单，而且知道假如该投资者是男性，他们在被动服兵役期间接受过心理测试。在一个领域寻找刺激的投资者，比如打扑克牌，通常也会在其他方面寻找刺激。所以，他们将那些喜欢寻找刺激的投资者（接到的超速罚单也较多）与不喜欢刺激的投资者作比较，在控制了其他投资者特征不变的情况下，发现那些寻求刺激的人要比其他投资者交易更频繁。他们似乎从交易活动中得到了乐趣。

本章大部分内容讨论的是情感在投资和其他经济活动中对人们产生的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响。有趣的是，似乎一些人作投资就是为了引出某种情感。他们为了感受到赌博带来的那种刺激感而交易特定的股票。为了保护那些寻求刺激的人的财富，可以建议这个人用投资组合的一个小部分设置“消遣”经纪账户。用这种方式，他们可以满足自己娱乐的需求，同时将其投资组合的更大部分隔离开来，避免受到糟糕的赌博式决策的影响。

小结

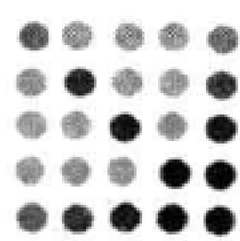
情感因素在决策制定过程中占有重要地位，尤其是在制定不确定性很高的决策时更是如此，比如投资决策。有的时候，情感会战胜理智。过分乐观会导致投资者低估风险和高估预期收益。

乐观投资者倾向于寻找有好故事的股票却缺少批判性分析。悲观投资者则倾向于作较多分析。进一步说，过分乐观可能引发价格泡沫。另一方面，一些寻求刺激的投资者希望从大量交易活动中找到像赌博一样的感觉。

思考

1. 情绪的好坏如何影响到投资者的决策?
2. 乐观和悲观如何影响量化资产定价结果?
3. 请解释错误归属偏差及其对投资行为的影响。
4. 设计一个可以从影响投资者情绪的角度获得盈利的投资策略。
5. 你认为喜欢寻求感觉刺激的人会采取何种投资行动?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 11 章
Chapter 11

自我控制与决策

3 年亏损常常会把 30 年的长线投资者变成了 3 年的短线投资者。他们很想解脱出来。

——肯尼斯·菲舍尔、梅尔·斯塔德曼[1]

华尔街有句尽人皆知的名言：市场由两种情绪驱动——恐惧与贪婪。本书也认为，投资者会被这两种情绪影响。这样做绝非明智之举。能长期使投资者获益的决策通常是在不受强烈感情支配时作出的。实际上，投资者一辈子都需要在选择即刻获益或未来获益之间进行斗争。许多决策需要作出权衡。比如，“我是要现在读这一章还是晚点儿再说呢？”“我是买一套新立体声音响还是为未来投资呢？”

理查德·塞勒和赫什·谢弗林把这种自我控制问题描述为一个人的两个“自我”间的相互斗争，这两个自我分别是为未来打算者和及时享乐者。[2]后者希望立刻消费，不想拖延，也不想在无趣的工作上浪费时间；前者希望现在存款以后消费，并且愿意把无趣的工作立刻完成。由于人们受到着眼未来的理智思维和着眼短期的情感因素的影响，就出现了欲望和意志力之间的冲突。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幸运的是，人们认识到他们总是被薄弱的意志力所影响，从而作出一时冲动的决策。社会上有很多人能够意识到自己需要提高自我控制力。常见的例子是节食者、酗酒者、毒品滥用者以及一些组织。

短线与长线

人们都愿意尽早得到报酬，尽量把无趣的工作推后，但是这种态度要视环境而定。看看下面的例子。[3] 如果 2 月 1 日那天问人们是想 4 月 1 日做 7 小时无聊的工作，还是 4 月 15 日那天做 8 小时同样的工作，人们会选择前者；但如果在 4 月 1 日这天问他们相同的问题，即便意味着要做更多的工作，多数人也会选择把工作拖到 4 月 15 日。如果作出决策事关现在，人们往往选择拖延，即使那样做的工作量更大，他们也在所不惜。

这种态度也会影响投资决策。例如，多数人宁可选择立刻得到 50 美元，也不会选择两年后得到 100 美元，这样等于放弃了 41% 的年收益。另一种情况是，在 4 年后得到 50 美元和 6 年后得到 100 美元两者之间，几乎没人选择前者，虽然这个问题与前面的那个问题基本相同，只不过往后推迟了两年。[4] 人们似乎对现在和未来的看法不同，这导致他们的欲望很强而意志力很薄弱。

控制自我

多数人希望能做到自我控制，执行能够提供长期受益的决策。但他们也常能认识到他们的欲望比意志力更强烈，因此人们用很多方法去提高意志力。我把这些方法分为两组：经验法则和环境控制。[5] 这些方法能帮助人们减少欲望，增强意志力。

人们通过经验法则控制自身行为。他们在意志力强、心平气和的时候

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理智地制定了这些原则。在感情和欲望高涨的时候，靠这些法则提醒自己如何发挥意志力的作用。我们看看这些一般性的原则：

- 通过抑制挥霍的欲望控制开销。
- 改正酗酒毛病一滴酒不沾。
- 退休人士按照不动用本金的原则控制开销。
- 员工按照多存不花的原则缴纳养老金。
- 投资者要按照低买高卖的原则控制交易行为。
- 投资者在熊市期间要以长远眼光看市场，坚持到底。

人们也可控制环境，增强意志力。常见的环境控制方法是把渴望得到的东西弄走，或者回避有可能引起自我控制问题的情形。下面是一些常见的例子：

- 节食人士的家里不要有饼干。
- 赌徒不要去拉斯维加斯。
- 常迟到的人把手表调快几分钟。
- 赖床的人把闹钟放在房间里离床远的地方，强迫自己起床。

人们愿意为能做到自我控制付出代价。例如，职业运动员的大部分收入都是在很短的运动生涯期间实现的。在花完几百万美元以后，一些人最终破产，因为他们无法控制自己花钱的欲望。为了改善意志力，有的运动员雇用专人对自己的消费进行限制。

另一个例子是一般的吸烟者。多数吸烟者认识到他们不应该吸太多烟（或者根本不应该吸烟）。为了控制自己的吸烟量，许多人按包买烟。虽然按箱买要便宜得多，但控制吸烟量最简单的方法是限制自己拥有香烟的数量。虽然这个方法要昂贵一些，但吸烟者还是愿意多花些钱，通过控制周围环境增强意志力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

储蓄与自我控制

为退休存款颇为不易，因为这需要自我控制力。1971 年，51% 的退休人员没有金融资产收入，他们中只有 22% 的人投资收入占到总收入的 20% 以上。多数退休人员在自己的收入高峰期都屈服于即时消费的欲望，在不得不为将来存款的时刻到来前，他们一直在不停地花钱。[6]

人们发现，从心理上来说，一次性存款比从日常收入中拿钱存款要更容易。[7] 例如，两个人年收入都是 25 000 美元，其中一个人分 12 个月拿到 25 000 美元，另一个人 12 个月的薪水之和是 20 000 美元，但每年会得到一笔一次性奖金 5 000 美元。假设两个人的开销相同，他们为退休的存款量应该相同，但是有奖金的那个人可能会存得更多。如果一个人有一次性收入（或者意外收入），他就能比较容易地把自己的可支配收入储存起来，但通过月薪存款对自我控制力的要求更高，[8] 这就是日本的存款率要比美国高的原因。日本人的年终奖金占其收入的很大一部分。但是，进行简单的环境控制，比如月薪自动扣款或自动投资计划，存款就会变得容易一些。

这也能解释人们为什么愿意免息把钱借给政府。多数人整年都在超额纳税，然后会在来年春季获得退税。1996 年共有 76% 的个人纳税人超额纳税，超额总量为 1 170 亿美元，他们损失了一笔可观的利息。

人们能够很容易地调整自己的所得税率而保留更多收入，但许多人宁愿超额纳税。在一项以 132 名 MBA 学员（假定他们有收入）为对象的试验中，有 43% 的学员选择缴纳超过最低纳税额要求的税款。[9] 人们认识到，即使月收入增加了 50 美元，这些钱也可能被花掉，但它们可以通过超额纳税在年底把这笔 600 美元的退税款节省下来。

401（k）计划和个人退休金账户计划

个人退休金账户和 401（k）养老金计划是两项储蓄创新，能帮助人们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在存钱和为将来投资。这两项计划易于执行，且有税收优惠。此外，它们对过早提款的高额罚金提高了人们为退休生活存款的动机。多数参与个人退休金和401（k）计划的人第二年还会继续缴费，[10]也就是说，在意志力之外，他们养成了一个习惯。

往个人退休金账户缴费无疑是明智的。这个账户的资本收益是可以递延纳税的，不需要每年都缴纳所得税和利得税，而是在退休后支取资金时才缴纳所得税，因此最好是尽快把资金投入个人退休金账户，尽快享受到税收优惠条件。为了在2007纳税年得到最大程度的税收优惠，你应该在2007年1月1日将资金存入，但人们往往没有足够的自制力迫使自己在年初投资。税法规定，2008年4月15日前存入的资金也可算作是在2007年存入的。其实，多数为个人退休金账户缴款的纳税人都会等到2008年才将2007年的钱存入。[11]他们需要一个最后期限进行自我控制。

参加401（k）计划也是明智之举。从401（k）计划开始以来，最让该计划的管理者头疼的问题是：如何让员工开始存款，因为他们总是拖延。决策越重要，人们就越容易拖延。[12]员工总是认为他们如果多花一点时间分析各种选择，就会作出更好的决定。不断的拖延把他们投资最重要的两个因素——时间和投入资金都消耗掉了。

随着公司在401（k）计划中不断增加选项，这个问题变得愈发突出。401（k）计划开始只有3～4个选择（一般为公司股票、货币市场、债券基金、股票基金等），但如今很多计划都有成百上千只不同的基金可供选择。提供更多选择使得拖延情况变得更严重了。为了帮助员工增强自我控制力，一些公司在录用员工时自动为其签署401（k）计划。运用这种方法，即使员工在如何修改默认缴款方式上举棋不定，他们仍然会缴费和投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自我控制与股利

传统金融学长期以来一直有一个难题：为什么个人对现金分红情有独钟？考虑到现金分红收入比资本收益的边际税率高，这个问题就更让人迷惑了。

看看表 11-1 中的例子。投资者有 1 000 股，每股价值 100 美元，总价值 100 000 美元。如果股利是 1%，投资者能获得 1 000 美元股利，股票价格跌至每股 99 美元。此时 1 000 股的总价值为 99 000 美元，因为除息，股价的下跌量应等于已付股息。如果投资者要缴纳 20% 的所得税，他税后的收入只有 800 美元。总之，投资者最后的现金收益为 800 美元，股票总价值 99 000 美元。

表 11-1 现金分红与自制股利对比

	现金分红	自制股利
开始时拥有的股数	1 000	1 000
每股初始价格	$100	$100
初始股票价值	$100 000	$100 000
每股分红	$1	$0
税前分红收益	$1 000	
出售 10 股		
出售股票的税前收入		$1 000
最终股数	1 000	990
每股价格	$99	$100
最终股票价值	$99 000	$99 000
税费（税率 20%）	$200	$0
资本利得税（20% 税率，50% 所得）	$0	$100
税后收入	$800	$900

现在看看另一种情况。假设股票不分红，投资者想要现金，他必须通过以每股 100 美元的价格出售 10 股的方式获得 1 000 美元的收益，我们把这称为“自制股利”。投资者现在还剩 990 股，每股价值 100 美元，总价值 99 000 美元。如果出售的股票没有资本增值收益，投资者就不需要缴纳资本所得税，他仍然会获得 1 000 美元现金，所以说这种方式对他比较有利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果股票的买入成本是每股 50 美元，资本收益税率为 20%，就要纳税 100 美元，这时，投资者自己创造股利仍比较有利。

希望使财富和现金流最大化的投资者应该通过自制股利取得收入，而不是通过现金分红，但人们偏爱后者，这种行为在传统金融学中被认为是不理智的，但可以用投资者心理来解释。

心理账户效应使得投资者把投资放在不同的心理账户中。对于投资收入心理账户，投资者通常会买入高分红股票、债券或年金。另外有一个不同的心理账户用于存放资本收益。这些心理账户对那些很难进行自我控制的投资者作用特别大。退休人员认为其财富应该比自己存在的时间长，就是说，他们想在离世前一直有钱花。他们可能会受到诱惑而花销过大，所以制定出一条通用的经验法则以帮助自己控制：永远不动本金。此法则能提醒人们避免过度开支，但也可能抑制住能增加收入的创造性思维，比如自制股利就是一例。

战胜心理偏差

本书已经讨论了很多心理偏差。本节要提出战胜心理偏差的策略。

策略 1：理解心理偏差

这是写前面几章的目的。认识到自己和他人存在的心理偏差是避免其发生的一个重要步骤。

策略 2：明白自己为何要投资

许多投资者都忽视了投资过程中的这一简单步骤，他们对自己的投资目标只有模糊的想法：“我想要很多钱，退休后我可以周游列国。”“我想赚钱让孩子上大学。”有时候，人们的这些模糊的目标体现为消极形式：“我不想退休后穷困潦倒。”类似这种模糊的观念很难提供投资指导，也不能帮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

助你避免会妨碍作出优秀决策的心理偏差。

设定具体目标和实现目标的方法是很重要的。不要制定诸如“退休后去旅游”这样模糊的目标，要清楚你的目标意味着什么，需要多少钱。例如，退休后如果我每年出国旅行两次，至少需要每年收入 7.5 万美元。我的社会保障和退休金每年收入 2 万美元，因此我还需要 5.5 万美元的投资收入，80 万美元投资就可以赚到这些钱。我想 10 年后退休。

具体目标有很多好处。例如，关注投资原因可以使你立足于长期，纵览全局，时时监督进展，明确你的行为与目标是否一致。

策略 3：制定量化投资标准

量化投资标准能使你作决策时避免受情感、小道消息和其他心理偏见的影响。这很重要，因为投资者对广告等引人注目的信息特别感兴趣。如果一只股票投资基金的广告宣传比其他基金多，投资者投入的资金就会比投入其他基金更多，但是这种宣传的年均成本较高，因为广告要求从基金持有者身上收取 12B-1 费用，[13] 所以，如果投资者被广告中的基金所吸引而去购买这些基金，他们等于选择了收费高且成本与业绩无关的基金。

在购买股票或股票投资基金前，要将其特点与你的标准进行比较，如果不合适，就不要投资。

回头看看我们在第 9 章中讨论过的怀俄明州水牛城的克朗代克投资俱乐部，它名列榜首的原因之一是他们只在可靠的调查报告基础上制定买入决策，它的投资标准使其不会成为心理偏差的牺牲品，而加利福尼亚投资者俱乐部的失败，部分原因是没有明确的标准，其决策过程导致投资决策最终会受到情感的控制。

即使使用量化标准，定性信息也是很重要的。有关企业的管理品质或正在研发中的新产品的信息是很有用的。如果股票符合你的量化标准，下一步你就应该调查这些定性因素了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策略四：分散投资

你不太可能用第 6 章谈到的现代投资组合理论建议的方法进行分散投资，但是，如果你的头脑里有一些简单的多样化投资法则，就能做得很好。

- 通过购买多种类型的股票实施分散投资策略。购买 15 只不同行业、不同规模的公司的股票就可以达到很好的分散投资效果，一只分散投资的股票基金也能达到同样的效果，但一个包含 50 只科技股票的投资组合并不是分散的投资组合，一个包含 5 只科技类股票基金的投资组合也不是。
- 持有尽量少的自己所在公司的股票。你已经在你的公司中投入了人力资本，就是说你的收入是由公司决定的，因此要避免投资自己的公司。
- 投资债券。一个分散的投资组合应该包含债券或债券共同基金。

这样的分散投资策略可以帮助投资者避免会对生活造成影响的严重损失。另外，分散投资还可以抵挡由于依恋或熟悉造成的心理偏差。

策略 5：控制投资环境

如果你在节食，你就应该对糖果敬而远之，同样，如果你想克服投资心理偏差，就应该控制投资环境。

有很多人在上班时间频繁地查看股票行情，所以很多公司都在严格控制员工上网，以免他们工作分心。为了控制环境，你需要对能放大心理偏差的活动作出限制。这里有几种方法帮助你控制环境：

- 每月只查看一次股票，而不是每小时都看。这样可以避免以下几种心理偏差：蛇咬效应、追求自豪避免懊悔的效应、赌资效应。
- 每月的同一天交易一次。每个月选一个日子，比如 15 日，在这天进行买卖交易，这会帮你消除速度至上的错误观念。速度只有在你听到小道消息而急于购买股票时才重要，而买入后不久，股票价格常常就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会下跌。另外，每月交易一次能帮你克服交易中的自信爆棚。

- 每年检查一次你的投资组合，看其与你的具体目标是否一致。查看投资组合时，一定要留心是否有现状偏差效应、赠与效应、代表性和熟悉性等心理偏差。你的投资组合中的每种证券都与你的投资目标相一致吗？它们足够分散吗？进行记录，这样你可以克服认知失谐和其他记忆偏差。

其他经验法则

虽然很多人都了解这些自助的概念，但他们仍然未努力将其付诸实施，相反，他们试图通过简单的启发法（或称为经验法则）勉强应付过去。[14] 考虑使用以下法则，保护自己免受自身心理偏差的影响：

- 不要买价格低于每股 5 美元的股票。多数投资骗局都发生在这些低价股票上。
- 聊天室和留言板只可用来娱乐，不可当真，它们会使你信心过度膨胀，熟悉性思维偏差被放大，形成人为的社交共识。
- 在买入一只不符合你标准的股票前要记住：你不可能比市场知道得更多。购买不符合你标准的股票说明你比其他人有信息优势。你确定自己拥有更多的信息吗？
- 努力获得市场平均收益率。多数主动交易发生的原因是期望获得比他人更高的收益，这常会导致心理偏差，最终的收益较低。但是，如同分散投资策略一样，获取市场平均收益率的策略都很成功，因为它能防止你的偏差。
- 每年反思自己投资中的心理偏差，这会增强本章提及的第一个策略：了解心理偏差。

成功的投资不仅仅要对股票有充分的了解，实际上，了解自身也很重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要。“渊博”的投资者常常失败，因为他们的心理偏差控制了他们的投资决策。本章讨论了自我控制问题，并给出了一些克服心理偏差的策略。

需要投资顾问吗

正如本书所述，这里有很多心理偏差、情绪和认知错误会导致人们犯严重的投资错误。这些问题特别是对于那些“业余”投资者来说很难控制，那么投资顾问是否能有所帮助呢？

关于使用投资顾问有一些事项要考虑。首先，顾问也是人，也可能受到同样的心理偏差的影响。其次，人们倾向于避开顾问，因为他们要收费才会提供无偏见的建议。我把它称为苏泽·奥曼效应。但是投资顾问需要通过提供建议赚钱养活自己，所以当他们把客户推荐给股票基金时，作为补偿会得到销售佣金。对于顾问而言，这就存在了利益冲突。[15]

他们建议的投资是对客户最有利的呢，还是能给他们带来最多的佣金呢？最后一点，很多投资者不太相信顾问会提供有用的建议。

实际上，有学者最近检验了这个问题。他们向德国最大的一家经纪行的客户提供了免费和没有偏见的投资建议。[16] 这个建议是通过更好的分散投资来改善组合效率，而且它来自一个定位于客户风险回避水平的均值方差优化程序。推荐的这些产品多数是交易所可交易基金的组合，而且该经纪行同意免收那些遵从顾问建议的客户的手续费。总共有 8 195 位客户接收到了这个建议。只有 5%，即 385 位客户接受了这个免费建议。给这些客户提供的建议是相当不错的，建议他们少配置一些德国股票（本地心理偏差），多投资国外股票和其他资产类别。研究人员跟踪了推荐的投资组合以及推荐作出后的实际的投资组合的表现。前者的平均收益率是 24.8%，而后者收益率是 21.2%。对于推荐的组合，标准差只有 9.6%，而实际组合的标准差是 15.0%。尽管如此，在 385 位听取和接受了建议的人中，只有 125 位实际上采用了部分建议。很明显，很多人对听取或采纳专业顾问的建议毫无兴趣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

善用心理偏差

本书已经说明了人们并非总是知道自己的偏好是什么，甚至当他们做事的时候，也经常搞不明白和出差错。他们的决策会受到认知错误、框架效应、思维捷径、社交互动以及其他心理偏差的影响。当人们自由作出金融选择或决策时，常常做得很糟糕。政府、企业和其他机构应该替他们作出选择吗？

这是一个涉及观念的问题。自由主义者倡导个人自由的最大化，所以他们将选择的自由看得非常重。另一方面，家长式的做法则主张由权威人物代表别人从大家的利益出发作出决策。所以，理查德·塞勒和卡斯·桑斯坦推行的自由主义式的家长制似乎是矛盾修辞法。在《助推》一书中，他们提出私营和公众机构应该尝试知道人们的决策和行为，使其符合改善大家的福利的正确方向。[17] 也就是说，人们的选择应该有意地纳入一种行为方式，以指导大家作出让自己的生活变得更好的决策。然而，最终每个人都是可以作出自由选择的。例如，健康保健方面的选择就可以纳入一种更健康生活导向的方式。下面是两个关于储蓄方案设计的例子，可以对行为偏差加以妥善利用。

为未来多存钱

多数关于心理偏差的讨论（包括本书中的讨论），其核心问题是：偏差怎样成为投资者的难题？它们如何被克服？但是通过重组投资流程，一些心理偏差可以用来帮助投资者。例如，在 401（k）计划中，社会和心理影响会妨碍员工投资，我们应该以有利于鼓励职工缴费的方式来设置计划的流程。

现状偏差效应会导致员工制定退休计划决策时举棋不定。事实上，许多人拖延得太久，以至于他们最终都没有参与到这个计划中来。401（k）计划的自动注册政策不要求新员工亲自注册以参与这个计划，而是帮员工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自动注册，不想参与的人需要去取消注册。[18]想参与的员工们不会大费周章，他们的参与行为是自动的，而不愿意参与的人需要花点时间精力去注销。401(k)存款计划的自动参与政策使更多员工参与到了养老金计划中来，虽然多数人来还停留在默认该计划设置的缴费标准和资产配置方案的地步。这个方法也存在一个问题：一些员工本来不想参与，但也自动加入进来，另外，他们本来想投入更多资金并选择更积极的资产分配方案，而不是该计划默认的货币市场基金，但他们会因为现状偏差效应的影响而维持默认设置，所以员工的自动参与政策帮助了很多人，但也会对一些人造成损害。

理查德·塞勒和施洛莫·贝纳茨发明了一种四步法，他们称这种可以克服数种心理偏差方法为“为未来多储蓄”法（SMT）。[19]他们建议还没为401（k）计划缴费的员工按照以下步骤去做：第一，要求员工事先确认是否认可该计划，就是说决策不包含任何直接分歧；第二，只要员工同意在下次加薪后拿出一个很小比例缴费，比如2%，将加薪与缴费结合起来，员工仍会感到他们的收入有小幅增加，但毕竟开始为养老金计划存款了；第三，员工同意在每次加薪后缴费比例小幅递增，直到预先设定的最高水平为止；第四，员工可以随时自由选择退出计划。虽然初衷是员工不会退出，但这种权利能让他们更放心地参与养老金计划。SMT要求员工提前很长时间作出决策，现状偏差效应随后发挥了正面作用，它使员工们不会退出计划。

这项计划在一家参与率较低的中型制造企业里得到了检验。该企业的315名员工的平均存款额只占他们收入的4.4%，企业要求他们增加5%缴费比例，并向不同意缴纳这5%的员工提供了SMT计划供选择。207人了解了这个计划，其中162人同意参与，这些员工的平均存款率为3.5%。未参加SMT计划的153名员工有的未采取任何行动，有的一次性提高了存款率。没有接受SMT计划的员工平均存款率为5.3%。加入这个计划所带来的效果是非常明显的。在三次加薪之后，参与SMT计划的员工将自己的存款率从3.5%提高到了11.6%，而那些没参加SMT计划的员工的存款率从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.3% 上升到了 7.5%。伴随 SMT 计划而来的员工存款率大幅攀升对那些员工是有利的，因为他们开始为退休生活储蓄更多的钱。这对公司管理者也是有利的，因为公司受美国劳工部反歧视条款的制约，条款规定：如果企业低收入员工的退休金缴费率很低，高收入员工的退休金缴费比例将受到严格限制。

金融从业人员面临的挑战是如何设计更多的计划，能帮助人们利用心理偏差制定优秀的投资决策，避免糟糕的投资决策。

边存钱边赢奖

另一个类似计划的目的是帮助低收入家庭多储蓄。美国的低收入家庭喜欢参与彩票抽奖活动，而且他们相信与存钱相比，彩票更有可能让他们富裕起来。所以，为了鼓励更多的人去存款，就需要考虑一种具有彩票抽奖特点的储蓄产品。这种与彩票连接的存款账户把每笔储蓄存款（或购买的债券）作为“买入”参与经常举办的彩票抽奖以赢取奖金。赌博的刺激吸引人们开始储蓄。存款人可以获得比存在其他地方略低的息率。两者的差别就是用于定期支付的抽奖奖金。这种方案对于规避损失的投资者很有吸引力。这使得他们可以既能拥有安全的储蓄账户，又能获得赢取彩金的兴奋感。[20]

尽管这类计划已经在国际上存在了，运作时间最长的恐怕是 1956 年开始的英国优先债券计划了。该计划规定最低买入金额是 100 英镑才可以参加当月的抽奖。由于每次有 100 万个奖项供抽取，其中有 2 个 100 万英镑奖金名额和超过 100 万个 50 英镑奖金名额，所以该计划能激起赌博的兴奋感。1/4 的英国家庭拿出了 300 亿英镑以上的钱参加了这个计划。在中美洲和南美洲的做法是每月都有很多次抽奖，奖品是轿车和等额的奖金。

最近，一项称作“先存钱再抽奖”的计划由密歇根州 D2D 基金发起，在一些信贷联盟中运营。每存入储蓄账户 25 美元有一次机会（最多 10 次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机会）赢取当月的现金奖（包括现金、礼品卡、笔记本电脑等），而且还可以累计参加年度10万美元的大奖。时间将会告诉我们，这个计划在促进储蓄方面会取得多么巨大的成功。在美国，每年花在赌博上的钱总额高达900亿美元。哪怕其中只有一小部分用于与彩票联系的储蓄账户，这些人的生活就会过得比现在好很多！



小结

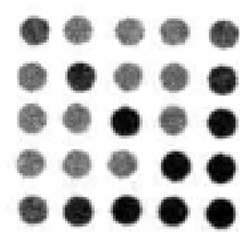
人们面对的是让现在生活更舒适还是改善未来的生活之间的艰难抉择。储蓄和教育就是两个很好的例子。自我控制帮助我们关注长远，以便能在当下和将来之间取得平衡。自我控制也有助于减弱我们易受心理偏差影响的脆弱性。第一步是理解心理偏差，然后是去控制投资过程，知道自己为何要投资，设定特定的投资标准，以及确保分散投资。最后是控制自己周边的环境。立场中立的投资顾问能够提供帮助，但是似乎很少有投资者看重他们的咨询建议。机构、金融企业和政府正在开始了解如何将决策纳入一种框架，使得人们的心理偏差能帮助而不是损害投资者。我们能够创设投资流程，促进储蓄（如“先存钱再抽奖”）和养老金投资计划（如“为明天多存钱”）。



思考

1. 在避免心理偏差引发的错误方面如何使用经验法则？请举例说明。
2. 通过设定量化标准，哪些偏差可以被克服？
3. 控制自己不频繁查看股票和投资组合，可以避免哪些心理偏差？
4. 家长式的自由主义指的是什么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 12 章

Chapter 12

次贷危机的心理学

我们发现大量的有趣行为催生了本次金融危机。它先从抵押贷款领域开始，逐步扩展到银行乃至政府。本章研究了在这次危机中从不同角度起作用的一些认知错误，首先从次贷合同说起，[1] 然后再将话题延伸到美国政府、银行和投资者。

第 11 章讲述了一些借助人们自身的心理偏差而设计出的通过改善其储蓄行为而受益的计划。但是，这是一柄双刃剑。我们也可以设计一些项目，用于研究人们的认知错误。具体地说，贪婪成性的次贷放贷人设计了产品和市场营销项目，通过隐瞒合同的关键条款诱使借款人上钩。他们利用人们天生倾向于只关注重要方面，如首笔借款手续费和每月供款金额的弱点而获利。

本章将讨论这些方面以及围绕金融危机的贷款合同的社会范式。

抵押贷款行业

房地产总是会升值，对吗？这是 20 世纪 90 年代到 2006 年期间很多人的实际经历。如图 12-1 所示，住房价格在 1991 ~ 2001 年上涨了 50%，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在某些州和城市，上涨幅度比这更大。从2001年到2006年，房价又翻了一倍。由于住房投资者往往使用很大的金融杠杆，实际投资回报要更高。美联储在杰克森霍尔召开的年会上，罗伯特·希勒说他相信当时的房地产泡沫已经无法从基本面上作出解释了。[2] 他批评了这种将住房视为投资品和投机工具的社会流行病背后的心理现象。

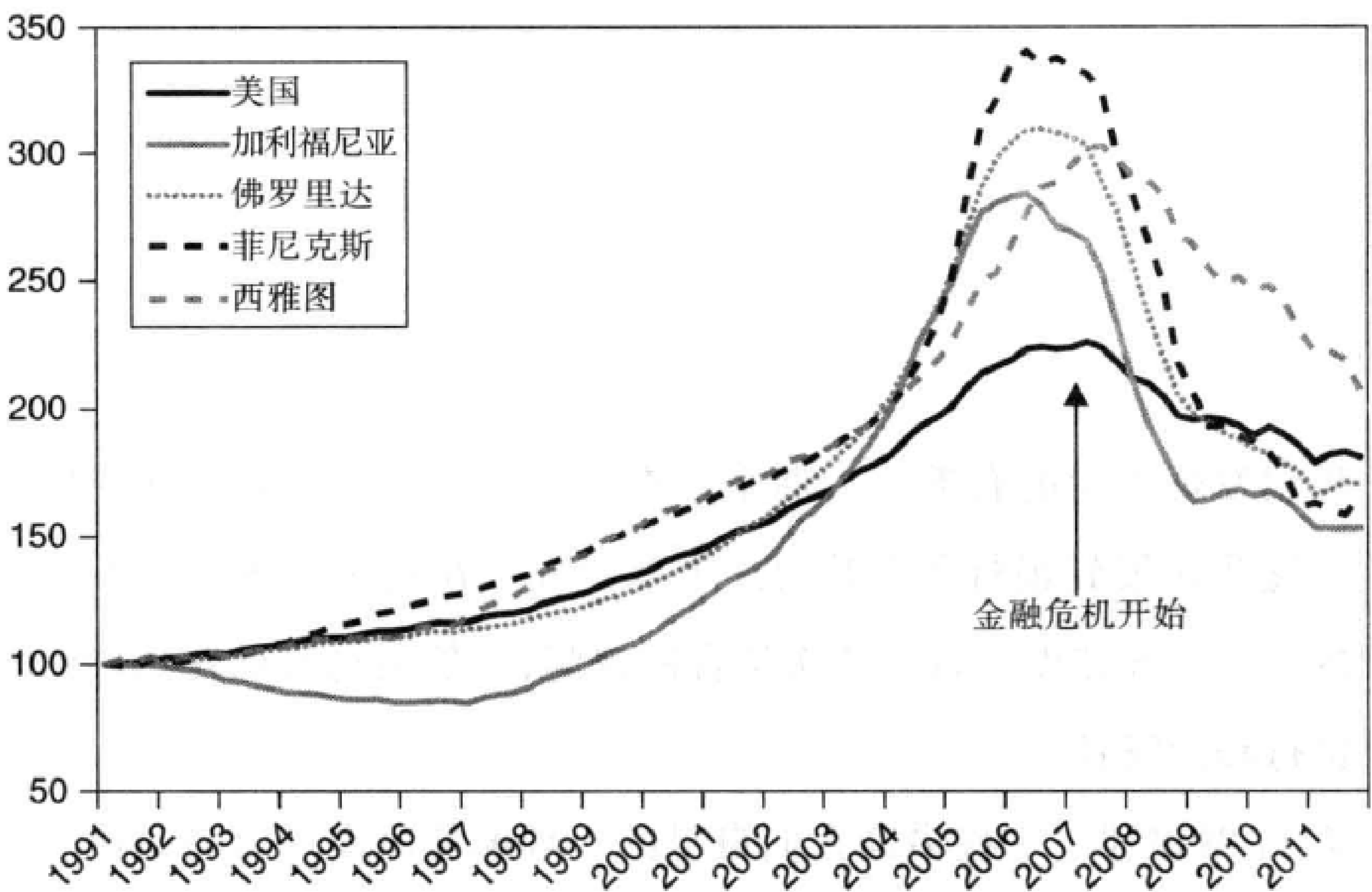


图 12-1　住房价格变化趋势图

人们似乎都掉入了对房地产现象的大众化思维陷阱中。当群体成员通过达成共识而不是经过严谨的检验和分析，就将对一般假设的不同意见最小化的时候，群体性思维就产生了。[3] 全社会似乎都假设住房价格不会下跌。当一项投资变得高度流行和受欢迎的时候，那就该小心了！让我们看看房地产电视台的例子，这是一家基地在英国的财产电视频道，于2004年10月开播，每天播放24小时。整个频道都只做房地产节目！第二年，在美国开播了“房价翻翻翻”节目，第一集时2005年7月14日播出的。每一集都有一位主角，都是在近期刚买了房，然后想方设法加价快速卖出获利。对一些人而言，房地产被当成了可交易的投机资产，而不是一项投资了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种现象并不只是在美国存在。大量的房地产泡沫也在澳大利亚、加拿大、中国、法国、印度、爱尔兰、意大利、韩国、俄罗斯、西班牙以及英国出现了。

次级抵押贷款

许多人将这场金融危机归罪于金融工程创造的抵押贷款的衍生证券。那些产品的名字让人眼花缭乱，如 MBS、ABS、CDO 和 CDS。当抵押贷款属于次级贷款时，这些证券产品就会面临更大的风险。在次贷行业，有很多参与者应该受到指责，[4] 例如，因为购买贷款进行证券化的机构看上去并不担心，所以作风激进的放贷人也不考虑偿付风险。房地产评估师行为了让买房人的贷款达到要求的价值比率而上调房产估值。那些从事贷款证券化的机构想要更高的收益率，而且相信在他们的贷款池上产生的分散效应将会减轻次贷借款人的大部分信用风险。

尽管次贷行业有很多参与者，本节我们主要讨论围绕借款人的心理现象。名词"次级"指的是一种适用于具有较高信用风险的人们的贷款等级，一般是用 FICO 信用评估法给出的评分来度量贷款风险等级。由于这类贷款具有较高的违约风险，放贷人会向次贷借款人收取高息。发薪日贷款是次级贷款的一种极端形式。次级抵押贷款协议变得日益复杂，到 2007 年，对于借债人而言，它已经演变成了定时炸弹。他们所欠的巨额费用和暂时很低廉的月供款会被调整成高额的月供款和高息。为什么人们会申请如此糟糕的贷款？我们来看看次贷业是如何利用人们的心理偏差的。

其中两个主要问题是：（1）人们在处理多因素复杂合同时存在困难；（2）人们经常会低估未来的成本。对于很多人来说，过量信息是个潜在问题。当被大量复杂信息包围时，我们倾向于只关注少数几个重要因素，据此作出决策。注意，如果决策包含了较高的复杂度和情感压力的话，还会减少我们关注事情的数量。情感压力包括恐惧、愤怒、尴尬、恼怒和困扰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融决策错误在老年人身上发生得更多。[5] 所以，情绪上容易有压力的老年人是主要被利用的目标。

人们会把包含指数项的函数进行线性化处理，比如复利公式。这导致了对未来成本的低估。[6] 也就是说，人们低估了借贷的成本和储蓄的未来价值。这种效应被称为“指数增长心理偏差”。此外，人们倾向于对将来偿付贷款或者为未来储蓄的能力过度乐观。

抵押贷款发起人会钻这些心理偏差的空子，故意用更多的递延费用条款把合同写得很复杂。[7] 高度复杂的合同迫使借款人将注意力集中于少数几个重要的被特意制定的条款，而低估了贷款的总成本。他们关注的都是哪些条款呢？打算借贷的人应该了解手续费、息率、月供款、整个贷款期的总成本等。例如，看看分期付息到期还本的传统的 30 年期固定利率抵押贷款，借款人只需要关注两个重要的成本因素——月供款和首期付款，即可了解整个贷款。但是这种新的次级抵押贷款允许先不支付手续费，将其加到本金之中，这样就减少了首期款。此外，较低的起步利率人为并暂时压低了开始时的月供款。所以，就借款人所关心的月供款和首期手续费而言，这样的贷款看上去是很划算的。但实际却非常昂贵，那些点数隐藏在了贷款余额里，借款人在整个贷款周期中还要支付融资费用。而且，起步的低息率在几年后会被调整为很高的息率，导致月供款至少翻倍。这种先少后多的气球式偿付和将前期少交的利息押后，在减少月供款的同时也降低长期成本的做法，也使得合同的复杂程度大增。这些法律合同要写成一大叠满篇法律术语的文件。所有这些改动和复杂性，即便对于知识和经验丰富的借款人来说，也很难作出最优选择。

次贷放贷人设计了很多听上去冠冕堂皇的费用名目，竟然高达 15 种，加起来有几千美元，相当于贷款额的 20% 之多。注意，把这些小额费用绑在一起的做法正是利用了期望理论的一个结论。我们回忆期望理论中提到人们对于损失的感受会逐渐弱化。换言之，我们会对 2 000 美元的损失或成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本感到不快，对亏损 4 000 美元会感觉不爽，但是不会觉得后者比前者糟糕两倍。所以，如果把费用项目放在一起而不是单独强调的话，贷款申请人就更有可能同意支付这些费用。

这些费用会被加到贷款余额上去，这样就不容易发现费用总额有多大了。尽管次级抵押贷款发明了各种方法让开始时的月供款尽可能少，由于要按增加了费用的本金支付利息，所以每月的供款数额还是会提高。例如，一些只支付利息弹性还款可调整利率抵押贷款在头几年具有零或者负分期偿还额。由于通过设计那些非常重要的低起始成本（如低手续费和开始时的月供款）条款而把成本隐藏起来了，因此经纪人推销这些贷款就能赚到很高的佣金。贷款实际的高成本则被放在了那些会影响未来成本的不显眼的条款里。不幸的是，很多这样的借款人因为这样的抵押贷款结构将会出现财务紧张。这些次级抵押贷款的拖欠率在 2001 年为 10%，而在 2008 年攀升到了近 40%。[8]

另一个问题是人们在理解复合百分比时会遇到麻烦。例如，人们会把利息率人为地放在一个 0 ~ 100% 的思维框架中。在这个尺度范围里，10% 和 10.8% 之间的差别看上去很小。所以抵押贷款经纪人能够稍微提高利息率而不引起客户的强烈反对。但是从 10% 和 10.8% 的提高，会使一项 30 年期抵押贷款的月供款增加近 7%。与尺度有关的另一个问题来自幅度效应的心理偏见。人们总是无法鉴别大数之间的差别。例如，3 000 和 7 000 之间的差别似乎非常大，但是在 203 000 和 207 000 之间，差别似乎就没那么明显了。所以，将额外的手续费成本加至总贷款本金上时，大多数借款人都不会察觉到。

情感压力和框架操纵

最容易受到这类人为操纵的思维框架影响的是那些不懂如何重新计算成本的人们。所以，接受金融教育少的人、老年人以及那些存在情感压力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的人就成了“围猎”目标。[9] 例如，那些次贷很多发放给了低收入的住户，而那些人接受过较少金融教育。这类住户大多是非裔和拉美裔美国人。这种情况类似于40年前受到指责的银行“划红线”的做法，而那时是银行拒绝向这类住户发放贷款。这些住户看上去已经成了次级贷款的目标客户。另外，老年人因为年岁大而导致认知能力退化，也经常被当作猎物。

弱肉强食的放贷人也不放过那些容易情绪紧张的人。情感压力会导致推理过程中断，一部分思考能力会被分散到引发情感压力的事情上去。所以，处理抵押贷款的能力就小了。为了应付过大的压力，人就不会想去吸收消化所有信息，而只是关注其中的一小部分而已。这种情况正好迎合了次贷合同的设计思路，那些合同就是要引导人们只关注少数几个经过特别安排的关键的决策因素。财务困境也会导致情感压力。劳伦·韦尔斯总结说：“放贷人和经纪人翻遍法庭记录，找出那些面临提前收房或是税赋留置权的房主，以及收买那些信用卡或医疗贷款上有逾期未付款的房主的名单。”[10]

另外，这种获取次贷的行为将很快引发财务困境并带来情感压力。放贷人有时会为其次贷借贷人提供几次再融资以“解决”这个问题——这种做法被称为“抵押贷款倒手”。在国会听证会上，玛丽·裴德克女士描述了一笔11 921美元的贷款如何在第5次倒手后变成了64 000美元。[11] 在第6次倒手之后，她的月供款达到了439美元，而她的唯一收入来源是每月470美元的社保款。在第7次倒手之后，房子被收回了。抵押贷款余额的增加是由于每次再融资都有新的费用加进去。不幸的是，这种滥用贷款的行为遍地都是。

加速文件签署流程也增加了抵押贷款申请人的压力，例如，经纪人会向申请人施压，迫其在很短的时间内阅读和签署一份超过40页的文件。有情感压力的人也倾向于作出快速、冲动的决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

社会的交叉补贴

从 2000 年到 2006 年，次级抵押贷款出现了爆发性增长，但是不是每个人都申请了这种贷款。很多家庭拿到的是传统的 30 年或 15 年期固定息率的抵押贷款，利率和手续费都很低。优先级和次级抵押贷款产品允许经纪人将客户按照教育程度进行分类。[12] 教育程度高的和财务方面精明的人能够对高度复杂的次贷作出评估，算清成本有多高。所以，精明的家庭付出的抵押贷款成本低，而缺乏知识的家庭付出的抵押贷款成本高。在这种被有意搞复杂的抵押贷款大量销售的社区里，缺少知识的家庭一般也是处于较低的收入水平。传统的抵押贷款主要在白人中上收入阶层的社区销售。[13] 贫穷家庭支付高费用，在效果上补贴了中上和富裕家庭支付的费用，出现了不富裕家庭补贴富裕家庭的结果。

陷入财务危机的家庭

在经济衰退期间，很多人会失去工作，有时候甚至不得不宣布个人破产，房产被提前收回。2007 ~ 2009 年，如前所述，美国出现了少见的房价大幅下跌。这引出了一种新现象，一些人因为房价已经在“水位以下”而放弃了自己的住房，尽管这些人的财务状况仍然是稳定的。当房价低于抵押贷款余额的时候，被称为“水位以下”。所谓“策略性违约”就是指房主仍有能力支付抵押贷款月供，但由于房价在“水位以下”而决定放弃住房，让贷款机构提前收回的做法。有趣的是，在 2009 年，里根总统的经济咨询委员会前主席、哈佛大学教授马丁 · 费尔德斯坦指出大约有 1/6 的用抵押贷款购买的住房的价格远在“水位以下”而且贷款与房价之比达到了 130% 或更高。他认为当贷款与房价之比升高到超过 120% 的时候，房主会有强烈的经济动机去违约。[14] 费尔德斯坦教授提出政府应与放贷人合作，减少这些家庭的贷款本金。另一方面，亚利桑那大学法学教授布伦特 · 怀特将策略性违

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约描述成一个价内期权，提出可以在很多情况下违约。[15]但是即便很多家庭有强烈的经济动机作出策略性违约的行动，绝大多数拥有“水位以下”住房且财务状况稳定的房主并没有违约，这是何故？

抵押贷款违约：社会规范和心理现象

第9章讨论了社会范式是怎样影响我们的行为的。怀特教授相信这些社会规范在房主继续持有“水位以下”的房产中起到了很大的作用。房主害怕自己名誉受损的心理阻止了策略性违约行为。金融经济学家路易吉·纪索、保拉·萨卞扎和路易吉·金格勒研究了这个问题，2008～2010年，他们做了多次调研，受访者超过了6 000人。他们发现82%的家庭认为策略性违约是不道德的行为。[16]这种观念如此广泛地存在，因此可以被视为一种社会规范，尽管这种态度在那些对经济形势不满和不信任银行的人群中并不明显。女性对于策略性违约的反对态度更强烈。然而，如果房价比贷款低5万美元的话，有9%的人声称将违约。如果这个数额增加到了10万美元的话，违约比例会上升到23%。由于人们一般不会承认要去做社会影响不良的事情，所以这个数字有可能被低估了。

这三位学者还尝试评估那些没有发生明显的现金流问题但拥有的房产是在“水位以下”的家庭的抵押贷款违约率。他们询问受访者他们了解到的违约人的情况，估计在2009年有26%是策略性违约，这个比例在次年上升到了35%。注意，这些违约只占到了全部“水位以下”的房产的一小部分。所以，许多房主在房产严重贬值的情况下仍在继续偿付贷款的事实，说明社会道德规范仍得到了维持。然而，随着越来越多的人知道有人违约或者宣布破产，房产被提前收回的耻辱感可能会减弱。

除了社会规范，心理偏差也可能在阻挡策略性违约上起到作用。我们看看第4章所说的在处理两个相互冲突的想法时发生的认知失谐问题。房主希望自己购买住房的决定是正确的，但是最近有关房价的消息可能与这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个自我形象产生了冲突。为了避免心理压力，认知过程可能选择性地过滤这个新信息。换句话说，房主可能简单地忽略掉坏消息。

政府在制定抵押贷款的社会政策方面采用的心理现象

美国政府不希望人们采取抵押贷款策略性违约的做法，因为这样只会加深住房地产和银行危机。实际上，政府不希望任何人这样做，为此出台了一些计划来稳定局势。既然社会道德规范有助于防止策略性违约，政策制定者就想让这种社会对违约的约束力变得更强一些。如果道德约束变弱了，更多的策略性违约事件就会出现。在某个地区提前收回房产使得当地居民可以更清楚地了解这个过程，并降低了耻辱感。当更多违约事件发生时，就会弱化社会规范，激发更多的违约。为了解决住房问题，美国政府已经和贷款机构合作启动了一些计划，为首次购房者提供税收减免优惠。

让我们考虑一下两种可能会违约的房主：那些有现金流问题以及寻求脱手房价严重缩水的住房的人。在衰退期间，高失业率让很多人陷入了财务困境。另外，在开始的两三年优惠利率结束后，次贷利率被调高了，使得很多房主每月供款翻倍甚至三倍之多。这些面临现金流问题的家庭可能最终不得不违约甚至宣布破产。另外一种可能违约的房主是那些拥有“水位以下”房产的家庭，他们付得起月供，但由于房屋已经成为负资产而仍可能违约。他们属于潜在的策略性违约者。

美国政府设计了一些计划去帮助那些面临现金流问题的家庭。这些政策产物包括由房地美或房利美提供再融资“让家庭负担得起”计划，由联邦房屋署担保提供再融资的抵押贷款的“房主的希望”计划还将协调放款人修改抵押担保条款。

通过比较这些计划与采用让拥有缩水房产的家庭感到羞耻而维持现状的行为学策略，怀特教授声称政府是在通过花言巧语向拥有缩水房产的家庭来施加社会压力。例如，前财务部长汉克·保尔森在全国商业经济联合会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上说：[17]

> 我要强调的是，任何能付得起抵押贷款月供但选择放弃缩水房产的人都是投机者——是不履行义务的人。

差不多一年以后，奥巴马总统在关于提前收房和居屋计划的演讲中将房主分成了负责任和不负责任两类。[18] 他将一些拥有缩水房产的房主说成是负责任的：

> 那是一个年轻的家庭，他们可能生活在平顶山、格兰岱尔或坦培，也可能是在拉斯维加斯的郊区、克利夫兰或者迈阿密。他们存钱，去寻找和挑选一个非常适合开始生活的家园。他们申请了一项费率合理的固定息率抵押贷款，支付了首期款，每月按时缴纳月供。他们向别人要求的那样承担责任，但是后来他们知道了，负责任地行事也无法幸免于这次危机。

但是其他人被他说成是不负责任的：

> 但是我也想清楚地指出这个计划不能做什么：它不能把从好的纳税人缴来的钱投入坏的贷款中，去救助那些不择手段或者不负责任的人。它也不会帮助那些在上涨市场中冒险赌博，不是为了自己居住而是用来炒卖的投机者。它不会去帮助那些不诚实的放贷人，他们歪曲事实，用难懂隐晦的文字向不明真相的买方隐瞒成本。而且它也不会援助那些一开始就知道自己不可能负担得起买房的人。总之，这个计划无法帮助每个家庭。

要牢记意外后果定律。设计借助提高社会羞耻心而控制人的行为的计划，可能引发意外后果。人们在认为自己被不公平对待时，总是会想到激进行为应该被纠正。房产贬值的家庭可能觉得孤立无助，没有人顾及他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的利益。所以他们认为必须自己照顾自己，这就导致了策略性违约事件的发生。此外，许多帮助有现金流问题的家庭的计划使用了纳税人的钱，在这个意义上说，潜在的策略性违约者可能觉得在谈自己的困难的时候，却还要为困难的邻居付钱，这加深了他们的不公平感。我们可以从路易吉·纪索、保拉·萨卞扎和路易吉·金格勒的研究结果中得到一些真知灼见。他们发现那些支持贷款合同中的高标准道德承诺的人，并不倾向于赞同由纳税人提供支持的帮助违约者的计划。所以，政府促进不负责任的战略性违约的努力越多，也会加强人们对其扶持政策的不满。

有趣的是，当社会期待家庭尽可能地坚守他们的贷款合同的时候，我们却通常不对商业界提出同样的要求。我们期望商界按照最大化其经济收益的方式行事，哪怕他们的行动看上去不那么道德。在对待房主和商业机构之间存在着双重标准。例如，财政部长和美国总统不会发表演说谴责摩根士丹利 2009 年放弃了位于旧金山的五个物业，这些房产相比原值已经缩水了一半。摩根士丹利违约了并把这些物业还给了银行。[19] 摩根士丹利决定将过去作为其最佳投资的价值超过 20 亿美元的交易作违约处理。为何它就不会被奚落为不道德、可憎和有害的呢?

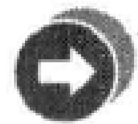
心理压垮抵押贷款供应链

消费者并非是在这场危机中唯一受到心理偏差影响的群体。赫什·舍夫林声称，金融危机的引发原因是有关心理方面的。[20] 他特意详细论述了抵押贷款供应链条上的五个参与者。瑞银是一家投行机构，参与了抵押贷款的证券化业务，但那时它已经落后于同行了。将同行作为参照物，导致他们采取了寻求风险的行为。他们的过度自信导致无法充分控制自己的风险行为。第二个要说的是美国国际集团，它用信用违约互换产品为这些抵押贷款证券担保，假定过去的抵押贷款违约率在未来仍会有效，这是代表性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

思维偏差的一个典型例子。第三个是诸如标准普尔和穆迪这样的评级机构，它们表现出了集体思维行为模式。集体思维是一种附和集体期望的心理倾向。它们未经过严谨地测试和评估其假定前提就达成了对抵押贷款如何评级的共识。甚至是作为监管机构的证券交易委员会也受到了心理偏差的影响。他们忽略了住房市场早期的警告信号，令其得以变得越来越具有投机性。这种行为常被描述成确认偏差，潜意识中会去搜寻能确认之前决策的信息，而回避包含相反证据的信息。

最后，舍夫林教授分析了纳维克市议会的决策，这是挪威的一个小镇。他们以电厂生产担保，借钱投资了复杂的抵押贷款证券。正如 CNBC 的“卡片屋”节目所说，该市市长对此事的评论看上去过度自信，他们还没有充分了解自己所处的局势。[21] 这些投资者是过度自信了，因为他们觉得高收益是来自其他投资者对违约风险的错误的高估。他们忘记了金融学最基本的理论——期望收益是与风险正相关的，如果期望的收益高，那么风险也必然高。



小结

在这场金融危机中，心理偏差和决策框架效应的表现非常显著。次级抵押贷款被设计得隐藏了很高的总成本，并将注意力集中于两个关键方面：低手续费和开始时的低月供款。贪婪的经纪人总是将目标锁定在那些会产生情感压力、岁数大的房主和那些不懂金融的人身上，因为他们更容易被决策框架操纵。一旦金融危机爆发，政府就向出现严重现金流问题的家庭提供帮助。同时，他们使用行为学上的技巧让那些拥有缩水房产但财务未受影响的家庭对策略性违约行为产生羞耻感。通常来说，在贷款合同上打破社会规范所带来的声誉损失阻止了人们在缩水房产上出现违约行为，尽管他们具有经济动机去违约。抵押贷款和金融业的其他参与者也展示出了心理偏差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

思考

1. 描述如何让一个极高成本的贷款在借款人看来成本较低。
2. 由对金融缺乏了解的家庭向精通金融的家庭补贴抵押费对于社会是否有利？为什么？
3. 对于借款合同，社会规范是什么？这种规范在长期衰退和微弱复苏中如何改变？为什么？
4. 情感压力会打断思考过程并对决策过程产生负面影响。房主可能会经历情感压力的例子，那些不择手段的抵押贷款经纪人如何找到他们？
5. 群体性思维是什么？它是如何影响信用评级机构对抵押相关的证券的评级的？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诺夫辛格 投资心理学 最新研究成果
纠正心理偏差，避免投资的心理陷阱，战胜市场

有一则古老的华尔街格言说的是：市场是被两个因素驱动着——恐惧和贪婪。很多人会说，贪婪在20世纪90年代高科技泡沫期间主导了市场，而在最近一次金融危机中，则是恐惧情绪控制了人们的行为。尽管这话说得没错，但这种界定未免过于简单化了。人类的头脑和情感如此复杂，仅用恐惧和贪婪情绪来解释人们在决策中所受到的影响，显然是不够的。本书是最早探索这一重要且引人入胜的主题的著作之一。

第5版增加了新的内容，描述了心理学在抵押贷款领域和金融危机爆发中所起的作用。

The Psychology of Investing



PEARSON
www.pearson.com

阅读提示



上架指导：金
ISBN 978-7-111



定价：49.00元

客服热线：(010) 68995261 88361066
购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259
投稿热线：(010) 88379007

数字阅读：www.hzmedia.com.cn
华章网站：www.hzbook.com
网上购书：www.china-pub.com